



F U N D A Ç Ã O  
GETULIO VARGAS

**EPGE**

Escola de Pós-Graduação  
em Economia

Ensaaios Econômicos

Escola de

Pós-Graduação

em Economia

da Fundação

Getúlio Vargas

Nº 332

ISSN 0104-8910

Anais do IV Encontro Nacional Sobre Mercados Financeiros, Política Monetária e Política Cambial - Parte III - Política Monetária

Rubens Penha Cysne

Julho de 1998

URL: <http://hdl.handle.net/10438/864>

Os artigos publicados são de inteira responsabilidade de seus autores. As opiniões neles emitidas não exprimem, necessariamente, o ponto de vista da Fundação Getúlio Vargas.

#### ESCOLA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

Diretor Geral: Renato Fragelli Cardoso

Diretor de Ensino: Luis Henrique Bertolino Braidó

Diretor de Pesquisa: João Victor Issler

Diretor de Publicações Científicas: Ricardo de Oliveira Cavalcanti

Penha Cysne, Rubens

Anais do IV Encontro Nacional Sobre Mercados  
Financeiros, Política Monetária e Política Cambial - Parte III  
- Política Monetária/ Rubens Penha Cysne - Rio de Janeiro :  
FGV,EPGE, 2010

(Ensaaios Econômicos; 332)

Inclui bibliografia.

CDD-330

N ° ?

ISSN 0000-0000

***ANAIS DO IV ENCONTRO NACIONAL SOBRE  
MERCADOS FINANCEIROS, POLÍTICA  
MONETÁRIA E POLÍTICA CAMBIAL***

***Rubens Penha Cysne (editor)***

***Dezembro de 1998***

Patrocinadores:

**PACTUAL**



**BOVESPA**  
*Bolsa de Valores de São Paulo*

 **BOREAL**

**BRAHMA**

Banco de Investimento  
**FONTECINDAM**

## **INTRODUÇÃO:**

Este ensaio econômico, cuja consecução final se deve graças ao patrocínio da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, da Companhia Cervejaria Brahma, do Banco Pactual, do Banco Boreal e do Banco Fonte-Cindam, objetiva trazer para o leitor as diferentes opiniões emitidas a respeito de temas de política cambial, quando da realização do IV Encontro Nacional Sobre Política Monetária e Política Cambial na Fundação Getulio Vargas, nos dias 04 e 05 de dezembro de 1997.

Este seminário, que tive o prazer de promover e coordenar, contando para isso com a valiosa assistência do estagiário Ronaldo Lobo, bem como da secretária Tania Coutinho e do agente administrativo Alessandro Santos, só foi possível graças à cooperação dos painelistas Affonso Celso Pastore, Alkimar Moura, Aloísio Pessoa de Araújo, Demóstenes Madureira de Pinho Neto, Ernane Galveas, Carlos Ivan Simonsen Leal, Cesar Maia, Clóvis de Faro, Fernando Holanda Barbosa, Francisco Dornelles, Gustavo Loyola, João Paulo dos Reis Velloso, João Victor Issler, José George Teixeira Bezerra, José Julio Senna, Marcelo Serfaty, Marcio Garcia, Paulo Guedes, Pedro Cavalcanti Ferreira, Renato Baumann, Renato Fragelli Cardoso, Ruy Coutinho Nascimento, Saulo Queiroz, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang e Sebastião Marcos Vital que nos brindaram com as suas brilhantes análises sobre os temas do Encontro.

Os originais deste texto foram transcritos a partir de gravações efetuadas quando do seminário, tendo sido, mais tarde, submetidos à revisão por parte dos autores. Nesta revisão, alguns autores preferiram rever substancialmente o texto, enquanto outros optaram por revisões apenas marginais ou por delegar a terceiros esta tarefa.

ANAIS DO SEMINÁRIO DOS DIAS 04 E 05 DE DEZEMBRO DE 1997  
“IV ENCONTRO NACIONAL SOBRE MERCADOS FINANCEIROS, POLÍTICA  
MONETÁRIA E POLÍTICA CAMBIAL”

-PAINEL I-

POLÍTICA CAMBIAL E COMÉRCIO EXTERIOR

Presidente da Mesa:

- Clóvis de Faro - Diretor da EPGE/FGV

Mediador:

- Rubens Penha Cysne – Diretor de Pesquisas da EPGE/FGV

Debatedores:

- Affonso Celso Pastore - Ex-Presidente do Banco Central do Brasil
- João Victor Issler - Professor da EPGE/FGV
- José Julio Senna - Professor da EPGE/FGV e Membro do Conselho Diretor da FGV
- Renato Baumann - Professor da UNB

## **PAINEL I - POLÍTICA CAMBIAL E COMÉRCIO EXTERIOR**

### **DR. JORGE OSCAR DE MELLO FLORES**

Tenho a satisfação de dar início ao IV Encontro Nacional sobre Mercados Financeiros, Política Monetária e Política Cambial, que ocorre em uma conjuntura em que, estou certo, seus debates e conclusões inspirarão muita curiosidade, não só aqui como entre os que depois tomarem conhecimento. Eu passo a palavra ao professor Clóvis de Faro, Diretor da Escola de Pós-Graduação em Economia.

### **CLOVIS DE FARO - Revisado**

Boa tarde. Quero agradecer a presença de vocês todos neste IV Encontro que é promovido pela Escola de Pós-Graduação de Economia, numa organização do professor Rubens, a quem cumprimento pela realização do evento. Quero também agradecer às entidades que patrocinaram o IV Encontro e, obviamente, também àqueles que vêm abrilhantar com as suas discussões e que são os membros que participarão dos quatro painéis que estão programados.

Por uma coincidência, tenho a impressão que este Encontro, que tem se realizado anualmente, se reveste de uma importância ainda maior, pela oportunidade de termos vivido recentemente a crise causada pelo ataque especulativo, que, de alguma maneira já vinha sendo anunciada, inclusive em encontros anteriores, sobre a nossa eventual fragilidade, e como elemento também importante em termos de oportunidade, a pronta resposta do Governo, em termos do Pacote Fiscal que está sendo votado na sua íntegra e aceito praticamente na sua totalidade pelo Congresso, com repercussões para todos nós e que, portanto, vai ser muito importante que tenhamos a oportunidade de debater.

Dou imediatamente a palavra ao professor Rubens.

### **RUBENS PENHA CYSNE - Revisado**

Muito obrigado a todos os palestrantes que prestigiam o nosso Encontro e, também, aos que o assistem. Já participei de vários encontros de Economia e de todos eles pude concluir uma coisa: os grandes heróis desses encontros encontram-se na platéia.

Nós faremos, durante esses dois dias, análises sobre três importantes temas; o primeiro tema diz respeito à regulamentação do mercado financeiro. Desde 1988, quando a Constituição nos demandou uma Lei Complementar relativa ao sistema financeiro, que projetos têm sido feitos, tramitado na Câmara, no Congresso, e até hoje, devido possivelmente a alguns detalhes que foram incluídos na própria

Constituição, no que diz respeito a esta Lei, não foram votados. E é possível que não o seja durante um bom tempo. Não obstante, debateremos aqui este importante tema.

O segundo ponto diz respeito ao câmbio; é evidente que o estudo do câmbio interessa a todos. E o terceiro é a política monetária, aí incluídos todos os detalhes relativos à taxação de ativos, relativos à utilização ou não de indexação por cláusula de juros ou cláusula de TR, e vários outros detalhes que serão discutidos ao longo dos trabalhos.

Preciso fazer menção, como sempre o faço ao início de cada um destes eventos, à grande ajuda prestada, na fase seminal dos mesmos, pelo professor Mario H. Simonsen. O professor Simonsen, que compareceu aos dois primeiros encontros, no segundo já com a saúde um pouco debilitada, fez o possível para que as discussões sobre política monetária, cambial e de mercados financeiros florescesse na EPGE-FGV e, em particular, nos nossos Encontros Anuais.

Todos os painéis serão gravados. Sabe-se que os economistas, quando fazem as suas previsões, utilizam-se sempre de pelo menos quatro armas: a das contas nacionais, a do cálculo, a da econometria e a mais importante delas, que é a da baixa memória coletiva das previsões. Contudo, neste seminário gravamos o que é dito, inclusive as perguntas, e editamos depois, de forma que sugiro também aos senhores que obtenham, para uma análise mais completa, as cópias dos anais dos Encontros I, II e III. O objetivo de gravar estas palestras vai além de elevar os custos das previsões efetuadas sem o devido cuidado, aperfeiçoando a sua qualidade. O objetivo final é possibilitar um testemunho de tudo o que aqui se discutiu para aqueles que analisarão a economia brasileira daqui a 10 ou 20 anos.

Com isso, encerro a introdução, lembrando ainda que particularmente este ano, teremos, amanhã, às 13h45, o descerramento da placa inaugurativa da Secretaria Ney Coe de Oliveira e, ao findar da sessão, após a palestra do Ministro Dornelles, a inauguração da Biblioteca Mário Henrique Simonsen. Agradeço, então, e passo a palavra para o Presidente da Mesa.

#### **PRESIDENTE: CLÓVIS DE FARO**

Professor Rubens, eu vou compor a Mesa que neste primeiro painel vai contar com a presença do professor Affonso Celso Pastore, que não precisa de apresentação porque, inclusive tem estado sempre nos nossos painéis; o professor José Júlio Senna, professor da Escola e membro do nosso Conselho Diretor; o professor Renato Baumann, professor do UNB e com muita atuação na área externa, inclusive esteve uma temporada grande no Chile, na Cepal; e o professor João Victor Issler, que aparentemente se atrasou um pouco.

Vamos começar as apresentações com a exposição do professor José Julio Senna.

#### **JOSÉ JULIO SENNA – Revisado**



Muito obrigado, Clóvis. A discussão sobre o tema principal de hoje diz respeito à política cambial. Acho que não há como desvincular tal discussão do plano de estabilização em andamento no Brasil, desde 1994. Afinal, entre nós, o câmbio passou a ser utilizado quase que exclusivamente no combate à inflação. Isso não é, propriamente, novidade.

No final da década de 70, houve algumas experiências desse tipo na América do Sul, em particular no Uruguai, na Argentina e no Chile — e também no Brasil, pouco depois, em 1980. Nesses casos, o instrumento cambial foi usado com o objetivo de combate à inflação. Nenhuma dessas experiências foi bem sucedida mas, mesmo assim, curiosamente, esse tipo de política passou a ser incorporado ao chamado consenso de Washington. Na década de 80, diversas economias emergentes precisavam ser reestruturadas; algumas tinham de por fim à inflação. Era preciso abrir a economia, fazer o ajustamento fiscal, privatizar e usar o câmbio como instrumento de combate à inflação. Este tornou-se o novo consenso.

Depois das experiências fracassadas, do final da década de 70 e início dos anos 80, outros países enveredaram pelo mesmo caminho. É o caso, por exemplo, de Israel, que, em 1985, adotou uma combinação bastante agressiva de instrumentos ortodoxos e heterodoxos, com largo uso de políticas de renda. Acabou trazendo a inflação de 500% ao ano, para a casa dos 20% ao ano, em dois anos. No México, no final dos anos 80, adotou-se política semelhante; e na Argentina, em 1991, fez-se algo bem mais radical, adotando-se o câmbio fixo, no seu limite, ou seja, optou-se por uma estrutura de *currency board*, que, até agora, tem sido uma experiência bem sucedida. O Brasil não seria exceção a essa regra, passando a incorporar também a nova “sabedoria convencional”.

Acredito que as experiências de combate às hiperinflações, na década de 20, na Europa, estejam por trás da idéia de se usar o câmbio como instrumento de combate à inflação. Existe um artigo clássico sobre isso, do professor Thomas Sargent, que, aqui mesmo, neste auditório, em 1980, apresentou em primeira mão o seu trabalho “O Fim das Hiperinflações”. Esse é um dos artigos mais lidos, mais discutidos e mais citados por economistas brasileiros, mas, curiosamente, por razões distintas. Francisco Lopes, por exemplo, que tem forte predileção pelo uso do câmbio no combate à inflação, em artigo publicado em 1984, questionava a interpretação do próprio Sargent de que o fim das hiperinflações da Europa devia-se à mudança do regime fiscal e monetário processada naquelas economias (Áustria, Polônia, Hungria e Alemanha), ao correto equacionamento das contas públicas, e à criação de um Banco Central independente e proibido de financiar o Tesouro, tudo isso compondo a mudança de regime. Na medida em que tudo foi “para valer”, e inspirou confiança no público, tal programa teria sido fundamental na reversão do processo de formação de expectativas inflacionárias.

Acho que, se tivermos de selecionar apenas quatro variáveis explicativas do processo inflacionário, poderemos dizer que a inflação depende da política monetária, da política fiscal, do hiato do produto, (excesso de capacidade) e de alguma coisa que traduza as expectativas de inflação. A curto prazo, porém, tenho para mim que as expectativas de inflação têm efeito dominante sobre a inflação

corrente. E, nesse sentido, uma mudança de regime, na medida em que seja confiável, capaz de reverter as expectativas inflacionárias, tende a provocar o fim abrupto da inflação.

Mas Chico Lopes entende diferente; para ele, as evidências apresentadas por Thomas Sargent eram pouco convincentes e ele tem sua própria explicação sobre o fim das hiperinflações. A explicação já é bastante conhecida. No final de um processo de inflação, a população perde a confiança na moeda doméstica e acaba usando a moeda estrangeira, como unidade de conta e, muitas vezes, como meio de pagamento. A inflação acelera na moeda velha, as transações começam a ser feitas em dólar. A inflação termina quando o Governo “segura” a taxa de câmbio nominal. Isso teria acontecido na Áustria e na Alemanha, por exemplo. Quando se fixa o câmbio, a população começa a enxergar a moeda doméstica como equivalente à moeda internacional e passa a usá-la da mesma forma que usava antes a moeda internacional. Com isso, a inflação, na moeda doméstica, desaparece e tende a convergir, ao longo do tempo, para a inflação internacional.

Lembro-me muito bem, participando dos debates econômicos da época, que esse tipo de interpretação gerou um ceticismo muito grande entre os economistas brasileiros. Mas, por certo, essa linha de pensamento econômico acabou influenciando a própria concepção do Plano Real. Basta lembrar a criação da URV, de toda a indexação à URV (que era igual ao dólar). Creio que o ponto importante é que, na discussão da política de câmbio, não podemos abandonar esse aspecto. Mas também não é só isso. É inegável que a política foi muito bem sucedida no tocante ao seu objetivo principal, que era o combate à inflação. A reversão da inflação foi uma coisa absolutamente imprevisível e acho que não existe aqui quem achasse, em 1994, que em 1997 teríamos inflação de 4,5%. Seria até para achar graça se alguém afirmasse que, em 1997, a inflação estaria tão baixa e o déficit público ainda representaria mais de 5% do PIB.

De certo modo, creio que tal experiência confirma duas coisas, bastante importantes. Primeiro, o poder do câmbio sobre a formação de expectativas; segundo, o poder da formação das expectativas de inflação sobre a própria inflação corrente. De certo modo, é fundamental reconhecer o mérito dessa estratégia.

Mas é importante não termos ilusão: a estratégia adotada é apenas uma estratégia de transição; ela foi desenhada somente para mudar o patamar da inflação, e trazê-lo para baixo. Essa estratégia não foi desenhada para se conseguir uma vitória permanente sobre o processo de inflação e, justamente por isso, precisa ser complementada por um fortíssimo ajuste fiscal. É possível a inflação cair na presença de um déficit público significativo, mas não é possível a inflação ficar baixa na presença de um déficit público significativo. Acho que se o ajustamento fiscal tivesse sido feito, nós não teríamos hoje discussão de defasagem cambial. Talvez este bloco do nosso debate seria mais morno, até porque o ajustamento fiscal teria aberto o caminho para se fazer alguma correção na taxa de câmbio.

Mas o fato concreto é que o ajustamento fiscal não foi feito. Por quê? Em primeiro lugar, acho que não foi feito por falta de convicção. Os governantes brasileiros não mostraram suficiente grau de convicção para promover esse ajustamento fiscal. Os eventos mais recentes, associados com a implantação do pacote de 20 bilhões de reais, mostram que grande parte das medidas tomadas pelo Governo foi de responsabilidade do Executivo. Se este estivesse suficientemente motivado, as medidas teriam sido tomadas há mais tempo. Em segundo lugar, sempre que você tem um plano de combate à inflação contendo fortes elementos de heteroxia, uma das características básicas desse tipo de programa é que a inflação desaparece muito rapidamente. Isso tira um pouco o estímulo dos governantes para motivar o meio político a realizar ajustamentos no lado fiscal, que são dolorosos, mas precisam ser feitos. É como se uma parte do estímulo desaparecesse porque a inflação caiu muito rapidamente. “Para que medidas de ajuste, se a inflação já veio para baixo?”. “Ah, é para mantê-la baixa”, seria a resposta. Mas é difícil ser convincente.

O fato concreto é que o ajustamento não foi promovido. E aí começam os artifícios. Que tipo de artifícios? Restrições creditícias severas, juros básicos da economia extremamente elevados, e venda de ativos, num processo que simplesmente permite ganhar tempo. É evidente que esse processo de ganhar tempo é limitado por definição. Os ativos que o Governo tem para vender são finitos, e um dia chegam ao fim.

Na verdade, não temos só esse tipo de problema, mas vários outros riscos. As restrições de crédito e os juros elevados acabaram forçando, ou precipitando, o ajustamento do sistema bancário brasileiro. Felizmente, o nosso sistema bancário nunca foi muito alavancado, para padrões internacionais. Nesse campo, nossos principais problemas acabaram sendo resolvidos. Aliás, é conhecida a vinculação que existe entre a percepção de fragilidade do sistema financeiro e as crises cambiais. Obviamente, tudo tem a ver com a confiança que o poupador doméstico tem no sistema financeiro.

O problema central é que os juros continuam altos e as implicações disso são de natureza vária. Em primeiro lugar, juros altos afetam de forma drástica as contas do setor público; em segundo lugar, prejudicam o ritmo de crescimento da economia. Mas acho que tem um terceiro ponto, não tão notado, merecedor de destaque: é o sinal para os agentes econômicos. Que economia é essa que precisa de 15% ao ano de juros reais? Que economia é essa que precisa tanto juro real assim? O que há de errado com essa economia?

Sabemos que isso tem a ver com a necessidade de o Governo abrir espaço, de alguma forma, para a recuperação do câmbio. Nesse sentido, claramente, o governo beneficiou-se da reversão das expectativas de inflação para o ano de 1997 (que era mais alta, estava na casa dos 7 a 8% ao ano) para 4 ou 5%. O Governo aproveitou esse momento para manter o ritmo da desvalorização de câmbio, em termos nominais. De certo modo, essa necessidade de juros tão altos deixa vulnerável a nossa economia, ajudando a revelar um estado relativamente frágil, cujas principais fontes, obviamente, são os déficit público e do balanço de pagamentos.

Por certo, os participantes do mercado percebem nossa vulnerabilidade; e isso não é de hoje. Gostaria de lembrar que às vezes a gente reclama, fala da pujança da economia brasileira, do seu dinamismo, do seu tamanho, fala de tudo isso, mas não tem jeito, o mercado percebe o risco mais alto. Vou dar exemplo. Em março de 1995, na esteira da crise do México (considero aqui, apenas para exemplificar, um dos títulos da dívida externa que permite comparações com outros países), os *spreads* do *par-bond* sobre os juros do Tesouro americano chegaram à faixa de 1.500 ou 1.600 pontos. Naquela época, o Brasil já pagava um *spread* sobre os títulos americanos superior ao da Argentina e ao do país que estava no centro da crise, ou seja, o próprio México.

Nesses dois anos e meio que se passaram, o mercado entrou numa formidável onda de otimismo; os preços dos títulos externos dispararam, os *yields* diminuíram e os *spreads* sobre *treasuries* caíram de maneira significativa, para a faixa dos 290 a 340 pontos. E o Brasil continuou a ter o maior de todos. Com a crise de outubro, o Brasil foi o mais afetado, na América Latina, e se continuarmos considerando esse mesmo título, veremos que o Brasil ainda tem *spreads* significativamente superiores aos da Venezuela e do México, e ainda um pouco acima dos da Argentina.

No período mais recente, a comparação talvez mais pertinente seja com os *global bonds*, já que os três principais países da América Latina têm, no momento, tais títulos em mercado. Na última semana de outubro, a semana principal da crise, o que se viu? Os preços desses ativos caíram de forma muito expressiva. Quanto caiu o preço do *global bond* do México? 24%. Quanto caiu o da Argentina? 30%. Quanto caiu o do Brasil? 34%. Então, o Brasil foi claramente o que mais caiu. Mas isso não é o pior; o pior é que de lá para cá, o México recuperou quase tudo, o que dá uma boa idéia da volatilidade dos mercados financeiros de hoje. A Argentina voltou a 94% do que era e o Brasil voltou apenas a 90% do patamar anterior. Certamente esses dados refletem a percepção de vulnerabilidade da economia brasileira.

Vamos às reservas. Nesse terreno, logo depois de outubro, o Brasil também ficou pior. O México tem um câmbio flexível e os movimentos de reservas não são significativos, exceto pelas compras de dólares associadas às operações da empresa de petróleo mexicana. A Argentina praticamente não teve perdas de reservas; os juros subiram, abriu o *spread* para operações em peso, *vis-à-vis* operações em dólar, mas nada de muito significativo. Mas antes de falar sobre os números das reservas brasileiras, vale a pena citar mais uma coisa. Afinal de contas, temos dois regimes de câmbio; no dia-a-dia, a gente acaba se acostumando com isso.

“Quanto é que se perdeu pelo flutuante ontem? Qual foi o resultado do câmbio comercial de hoje?” E a gente se esquece que isso é uma brutal aberração. Como pode a economia funcionar com dois regimes oficiais de câmbio? É claro que tal característica representa um sinal negativo. Considero isso inquestionável.

É evidente que o mercado de câmbio flutuante surgiu em função do excesso de regulamentação que sempre pautou a política de câmbio no Brasil, calcada numa idéia de cunho mercantilista, segundo a

qual saída de divisas é sempre necessariamente ruim para o país. Durante muito tempo, só se podia viajar para o exterior com US\$ 1.000,00, e até mesmo pessoas dos mais altos escalões do Governo, para fazer uma viagem internacional, que durasse mais de um dia, precisava comprar dólares no mercado paralelo. O resultado do excesso de regulamentação foi que acabamos indo para o mercado paralelo, que inchou de forma drástica, na década de 80. Essa década foi um período de muitos problemas econômicos para o Brasil, em particular, e para a América Latina, de forma mais geral.

Naquela década, houve dois eventos marcantes: o Plano Cruzado, muito mal concebido, e a moratória de 87, resultado imediato, prático, dessa mal sucedida experiência de combate à inflação. Esses dois eventos tiveram impacto bastante perverso (e duradouro) sobre a nossa economia, particularmente sobre a fuga de capitais. As cotações do mercado paralelo dispararam. Chegamos a ter, naquela época, o preço do paralelo representando três vezes a cotação do mercado oficial. A resposta do Governo foi a criação do mercado de câmbio flutuante.

Naquela época, o Banco Central acabou fazendo algo inteligente, vinculando os dois mercados (paralelo e flutuante), permitindo que os indivíduos vendessem moeda estrangeira, pelo segmento de câmbio flutuante, sem se identificar. Dessa forma, o Banco Central podia “bater” no mercado de câmbio flutuante e com isso afetar o mercado de *black*, na tentativa de atingir dois objetivos fundamentais: promover a repatriação de capitais e esvaziar o próprio mercado paralelo. Aos poucos, foram sendo permitidas novas operações pelo mercado de câmbio flutuante, e o *black* praticamente perdeu seu significado. O mercado de *black* perdeu importância devido ao conjunto de operações que passou para o flutuante.

Este novo segmento tornou-se, realmente, muito importante, a partir de 93-94. Nesse período, houve muita entrada de recursos, que acabou gerando uma dívida externa de curto prazo preocupante. O Brasil perdeu reservas internacionais, no primeiro trimestre de 95, e grande parte disso deveu-se ao endividamento de curto prazo, constituído no mercado de câmbio flutuante. Temos, portanto, de prestar muita atenção ao que ocorre nos dois segmentos oficiais de câmbio.

O que aconteceu na última semana de outubro de 97? O Brasil perdeu quase 9 bilhões de dólares, numa única semana, sendo 3,7 bilhões pelo mercado de câmbio flutuante. Até aquela semana fatídica, o Brasil vinha bem, tinha uma acumulação significativa de reservas, no mês, e o resultado acabou sendo negativo em mais de nove bilhões. Se considerarmos o ano de 1996, e separarmos os dois segmentos oficiais de câmbio, vamos ver o seguinte: no mercado de comercial, tivemos, em 1996, um superávit de 25 bilhões de dólares e, no flutuante, um déficit de 14. Isto dá um acúmulo de reservas de quase 11 bilhões de dólares, no ano de 1996. Em 1997, a situação se reverte de maneira expressiva: o mercado de câmbio comercial fica positivo, em metade do valor anterior (cai para 12) e o mercado de câmbio flutuante dispara em termos de déficit, atingindo quase 22 bilhões de dólares. Então, na verdade, temos hoje um déficit acumulado de reservas de mais de 9 bilhões, que é mais ou menos o que havíamos acumulado no ano anterior. Perdemos agora o que ganhamos antes. Preocupa muito porque o mercado de

câmbio flutuante está sempre negativo (a média antes da crise era de saída de dólares de 80 a 90 milhões de dólares por dia e isto subiu agora para 130, 140 milhões de dólares por dia). A pergunta relevante parece ser: será que o Governo libera o flutuante? Será que vai permitir que o flutuante faça jus ao nome, e flutue livremente.

Não creio que o Governo fará isto. Por certo, seria um sinal horrível, e duraria muito pouco. Seria apenas para ganhar tempo, pois é impossível uma mercadoria (em particular uma moeda estrangeira) ter dois preços. Certamente, vai gerar problema de superfaturamento de importações, subfaturamento de exportações e, fatalmente, cedo ou tarde, a taxa mais baixa convergiria para a taxa mais alta.

A grande questão parece ser: como vamos lidar com essa perda de reservas? Quais são as perspectivas daqui para a frente?

Em princípio, a grande perda de reservas do final de outubro não deverá repetir-se. Naquela época, boa parte da saída de recursos pelo câmbio flutuante foi para honrar compromissos de bancos brasileiros, no exterior. Acho que esse fenômeno não acontecerá novamente. O principal motivo é que o mercado não está mais alavancado da maneira como estava antes. É evidente que eventos desfavoráveis, no mundo externo, podem acontecer. Mas não acredito que o impacto nos preços dos títulos da dívida externa venha a ser tão forte como foi agora. De qualquer forma, isto não terá mais tanta importância.

Em resumo, acho que não vamos ter crise, mas o grau de confiança externa ainda é relativamente baixo. Basta lembrar que mesmo com o esforço de 20 bilhões de reais, do pacote fiscal recente, nossas contas públicas ainda ficarão piores do que a de países semelhantes ao Brasil, e que se engajaram em programas de estabilização. O déficit público do México é inferior a 1% do PIB e caminha agora para um pouco mais, algo próximo de 1,5% do PIB. A Argentina tem um déficit público de 1 a 2% do PIB; a Venezuela tem equilíbrio; o Chile tem superávit fiscal há mais de 10 anos. E o pior é que talvez a gente sequer saia do lugar, com o ajustamento fiscal que está sendo feito. Na proposta orçamentária do Governo, encaminhada para o Legislativo, estão previstos juros de 18% ao ano, em termos nominais. Se supusermos que o recuo das taxas de juros, depois do aumento brutal que houve, será lento — e provavelmente vai ser lento — resultando em juros médios nominais de 25%, esses sete pontos de percentagem a mais vão praticamente neutralizar todo o esforço fiscal.

O que podemos lembrar, adicionalmente? Que existem dois tipos de desvalorização cambial: a voluntária e a involuntária. Sei da enorme dificuldade de classificar eventos desse tipo, mas arriscaria alguma coisa: acho que em 1979, no Brasil, tivemos desvalorização voluntária. Houve uma troca de mudança cambial por redução de tarifas para importações e eliminação de subsídios às exportações. Em 1983, talvez tenha havido um misto das duas coisas; em 1987, a desvalorização do Plano Bresser talvez tenha tido um pouco de cada coisa (o País tinha acabado de “quebrar” e o objetivo era conseguir uma

“folga” para a frente). Em 1991, a desvalorização foi absolutamente involuntária; o país foi forçado a mudar o câmbio, em 15%.

Na Ásia, a maior parte das desvalorizações cambiais foi involuntária. A China, a quem se atribui o início de toda a crise, começou a desvalorização em 1994 e certamente fez um movimento voluntário. Taiwan, por seu turno, entregou os pontos “rapidinho” (bateram na porta de Taiwan, disseram que iam atacar, eles cederam, e desvalorizaram o câmbio). Isto provavelmente foi um movimento de natureza voluntária. A crise da Ásia é algo inegavelmente sério; o modelo de desenvolvimento asiático é muito arcaico, mais arcaico do que suspeitávamos ou estávamos dispostos a admitir. Típico mercantilismo, dando origem ao largo uso, hoje, da expressão *crony capitalism*, capitalismo entre amigos. Os ajustamentos na Ásia necessariamente resultarão em desaceleração da atividade econômica, abrindo espaço para desvalorizações competitivas, do tipo das que tivemos na década de 30. E sabemos que quando se adota uma política de câmbio fixo, que é mais ou menos o que o Brasil tem hoje, depende-se bastante do cenário externo.

O Chile, por exemplo, no período 1978-82, quando adotou a política de câmbio fixo, sofreu muito. Por quê? Porque naquela época o preço do petróleo mais do que dobrou, o preço do cobre caiu pela metade, Paul Volker elevou as taxas de juros brutalmente, o dólar valorizou-se e o Chile ficou atrelado a uma moeda nessa situação. Israel também adotou uma política de câmbio fixo, em 1985, mas numa nova fase: o preço do petróleo estava “desabando”, o dólar estava desvalorizando e acabou dando certo. Milton Friedman, que comparou estes dois exemplos, lembra, de maneira espirituosa, que “nunca se deve subestimar a influência da sorte no destino dos indivíduos e das nações”.

Por fim, o plano de estabilização é quase uma obra de arte, mas a demora em sair da fase de transição, em trocar o tipo de âncora, trouxe-nos a esta situação. Estamos “grudados” ao dólar, que a cada novo dia é a moeda mais forte do planeta, e as desvalorizações competitivas continuam constituindo ameaça concreta. Obrigado pela atenção.

## **PRESIDENTE**

Muito obrigado professor José Julio. Passo a palavra ao mediador dos debates, professor Rubens. Antes, o professor João Victor vai poder tomar lugar à Mesa.

## **RUBENS PENHA CYSNE- MEDIADOR**

Na minha função de organizador dos Encontros, sempre perguntam-me o que faz um mediador. Às vezes eu repondo, media e outros falam medeia, mas, de qualquer forma, o mediador deve incitar, porém sem excitar-se, ao debate. Agradeço, então, a corajosa e brilhante apresentação do professor Senna, membro do nosso Conselho Diretor, e antes de passar a palavra ao professor João Victor, me permitiria fazer um pequeno lembrete: no seminário do ano passado, o professor João Victor fez uma previsão de

um déficit do balanço comercial em torno de 11 bilhões de dólares; lembro-me que foi quase agredido por alguns membros da Mesa, se não vaiado por alguns membros da platéia. Contudo, sua margem de acerto na previsão foi significativa. Eu chamo a atenção desse fato porque, para que se saia do lugar comum da leitura diária de jornais, só há uma forma para acertar acima da média. Necessita-se de atenção aos fundamentos. Este é o objetivo e a diferenciação do nosso Seminário. Então, professor João Victor...

### **JOÃO VICTOR ISSLER**

Agradeço os elogios do Professor Rubens e faço um gancho, já falando dos resultados da palestra anterior. Parece-me que, mais importante do que os resultados previstos no ano passado, com relação ao ano de 1997, o importante foram as conclusões, ou melhor dizendo, as previsões qualitativas a que chegamos no ano passado.

O resultado econométrico só serviu de base e ficou mais ou menos claro que era irrelevante exatamente o número a que se chegasse, o mais importante eram as conclusões, o corolário, a que chegamos depois das previsões. Ficou claro que o saldo era insustentável porque fizemos esse exercício várias vezes, mudando... o PIB era a variável mais relevante na época para explicar o saldo do balanço comercial, então, nós variamos o PIB no exercício e ficou claro que, mesmo variando o PIB, somente um crescimento muito pífio para o ano de 1997, geraria um saldo comercial que não afugentasse o capital externo, e dada a dependência da economia brasileira, ficou óbvio que algum tipo de ajuste ou intervenção seria inevitável. Basicamente foi essa a previsão.

Em segundo lugar, fiquei um pouco preocupado porque, no momento em que você tem que reduzir déficit comercial, é óbvio que existe algum tipo de oportunismo protecionista. Esse oportunismo protecionista é perigoso porque a economia brasileira é uma das economias mais fechadas do mundo, mesmo controlando para o tamanho, que é uma coisa importante, é claro que o Brasil é um país muito grande, é de se esperar que o tamanho é negativamente correlacionado com a abertura, então, mesmo, controlando o tamanho, o Brasil, sob qualquer medida, é uma economia extremamente fechada.

Uma outra coisa com a qual temos que tomar um certo cuidado é também com relação às políticas de aumento de imposto, e estamos acabando de presenciar um pacote fiscal que, do esforço total, de 20 bilhões,  $\frac{3}{4}$  provêm de aumento de imposto e apenas  $\frac{1}{4}$  provém da queda de gastos. Essas políticas, do tipo fechamento comercial e tipo aumento de taxaço, são claramente antilivre mercado e anticrescimento, vou falar um pouco sobre isso.

Em primeiro lugar, são políticas antilivre mercado claramente porque a economia brasileira é extremamente fechada e obviamente fechar mais do que já fechamos é um certo exagero; fica óbvio também que grande parte do esforço de renovação do nosso parque tem a ver com a importação de maquinário e um dos componentes do balanço comercial que cresceu muito no ano passado foi exatamente a importação de máquinas e equipamentos, o que eu denominaria de bens de capital, e fiquei



particularmente preocupado com a taxa  o dos bens de capital, porque é exatamente através da importação de bens de capital que a gente renova o parque e planta a semente para o crescimento futuro. Então, uma vez que você fecha a economia e aumenta a alíquota de importação desses bens de capital, você, de alguma forma, está dando um tiro no p  porque reduz um pouco o potencial de crescimento econômico futuro.

As políticas também são antimercado porque — e no ano passado eu também falei isso — se pensarmos de que forma o Governo faz ajuste fiscal no Brasil, fazendo uma análise histórica, fica mais ou menos claro que o Governo tem uma predição — não estou me referindo somente a este Governo, esta é uma análise desde o ano de 1947 até 1992 e chegamos à conclusão de que historicamente o Governo equilibra orçamento aumentando impostos. Isso é independente de que forma o desequilíbrio orçamentário foi gerado, quer tenha sido ele por uma queda de arrecadação ou por um aumento de gastos. Usualmente, o Governo taxa mais quando está em desequilíbrio e essa é uma forma que podemos chamar, entre aspas, de fácil.

Bom, isso implica claramente em dois problemas, primeiro, quando o Governo aumenta impostos usualmente o faz de forma distorciva porque a gente não tem taxa  o sobre consumo, a taxa  o, em grande parte, afeta o preço relativo de um bem ou de uma cesta de bens, com relação a outros e, em particular, pode prejudicar a locação da escolha entre diferentes bens ou, pelo menos, afetar. Também fiquei preocupado, em particular com o efeito sobre a acumulação de capital porque pelo menos parte do pacote tem a ver, hoje e pelo que estamos presenciando, com aumento de alíquota para empresas.

O que eu queria falar hoje é basicamente sobre uma certa preocupação atual que tem a ver exatamente com a palestra do ano anterior de que está claro que existem caminhos e a sociedade brasileira tem desejos, anseios, que são válidos. A princípio, o Governo também estaria engajado em atender esses anseios da população e temos dificuldades de curto prazo, no meio do caminho. Vou fazer uma paródia com relação à floresta e às árvores, quer dizer, a idéia é que você tem que atravessar uma floresta e se você olhar de cima, você pode ter uma visão clara de qual é o caminho a seguir para atravessar a floresta. Mas se você descer na floresta, a floresta é fechada, as árvores são mais ou menos parecidas e não tem um caminho claro, você pode acabar se perdendo entre as árvores e sai por um caminho completamente diferente daquele que você originalmente queria percorrer.

Por que isso é importante nesse ponto em que estamos hoje no Brasil? Porque fica claro que a economia brasileira é fechada sob qualquer aspecto, fica claro que a economia brasileira quer crescer a longo prazo e fica claro que os cidadãos desejam o menor desperdício de recursos públicos. É claro que temos as dificuldades conjunturais do balanço comercial. O que representam as  rvores? As  rvores que, no fundo, atrapalham o caminho e fazem com que a gente se perca, são exatamente as medidas que são tomadas para resolver problemas conjunturais e que inevitavelmente acabam tendo efeitos de longo prazo, fazendo com que a gente saia por uma trilha errada e não saia pelo caminho que a gente originalmente queria sair na floresta.

Então, essa é basicamente a tônica da minha apresentação de hoje. Quais são as árvores? Quer dizer, a floresta, como eu acabei de falar, são... queremos o País mais aberto porque é uma economia muito fechada, com maior crescimento e sem desperdício de recursos públicos. Quais são as árvores? Bom, em primeiro lugar, as árvores são as dificuldades com que nos defrontamos agora, com o balanço comercial e algumas medidas conjunturais foram tomadas. Quais foram essas medidas? Em primeiro lugar, precisamos ter um pouco de perspectiva histórica. Desde o ano de 1990, se iniciou um processo de abertura comercial que, a meu ver, se reverteu; isso é realmente você se desviar nas árvores, porque a economia brasileira é muito fechada.

Vou dar alguns exemplos. Primeiro, tivemos aumento de tarifas setoriais e podemos citar vários exemplos, mas eu creio que as pessoas mais ou menos sabem que setores são esses. Em segundo lugar, tivemos aumento de tarifas de bens de capital, que era exatamente o que eu tinha medo no ano passado que acontecesse, porque isso tem efeitos sobre a acumulação de capital. Em terceiro lugar, tivemos o aumento da tarifa externa do Mercosul. O que quer dizer isso? Que o Mercosul tem uma tarifa entre membros e tem uma tarifa para países do Mercosul comerciarem, importarem nesse caso, de países fora do Mercosul, e houve um acordo recente que aumentou essa tarifa externa. O que basicamente isso significa? Significa o privilégio de comércio intraMercosul em detrimento do comércio fora de países do Mercosul com outros fora. Mas, quais são os países fora do Mercosul? Eles respondem por 98.5% do comércio internacional, e o Mercosul responde por 1.5%. Então, me parece que um país extremamente fechado, em detrimento de 98,5% do comércio internacional optar por ficar com 1.5 é uma política míope, é se perder nas árvores.

Por último, e ficou claro quando o presidente Clinton visitou o Brasil, também está de acordo com esse panorama geral recente, a preferência do Mercosul em detrimento do Mercosul se ligar a um Nafta e outros blocos que era basicamente a proposta americana, e quase sem discussão interna, no Brasil, essa idéia foi rechaçada, as pessoas achavam que o Brasil não estava preparado, que o setor industrial ia perder muito, que o desemprego já é muito alto, etc. Mas é um claro retrocesso numa política de abertura. Então, eu acho sinceramente que o primeiro desvio nas árvores é exatamente esse e eu gostaria de chamar a atenção para ele nesta oportunidade.

Em segundo lugar, vou falar um pouco sobre crescimento; como o crescimento depende — e isso é documentado não só para o Brasil, mas para vários países do mundo, principalmente países em desenvolvimento — que a adoção de tecnologia e transferência de tecnologia se dá via importação de máquinas e equipamentos, portanto, se um país quer crescer, ele deveria ter uma tarifa muito baixa ou quase nenhuma, talvez, para a importação de bens de capital e eu vejo uma certa reversão nessa tendência, também quer dizer, houve um aumento recente de tarifas de importação, e eu acho que não estamos livres de ter aumentos adicionais num futuro recente, tudo dependendo também do comportamento do balanço comercial para o ano que vem.

Por último, a questão relativa ao desperdício de recursos públicos, eu queria lembrar que o Brasil, no ano passado, arrecadou 30% do PIB aproximadamente, quer dizer, 29.9%, e gastou mais do que isso porque temos déficit. Para fechar o pacote fiscal, a idéia básica, como eu mencionei desde o começo, foi aumentar ainda mais a taxaço, quer dizer, além de sermos taxados a 30% do PIB, vamos ser taxados a mais de 30% do PIB, em detrimento de cortes de gastos. Outro dia, eu estava conversando com outro economista e ele me disse: “Você está falando de cortes de gastos, que gastos a gente devia cortar”? Como eu nunca tinha parado para pensar no assunto, resolvi pensar um pouquinho e cheguei a alguns candidatos.

Eu acho que o candidato mais claro é a redução de quadro funcional, ou seja, a demissão de funcionários públicos. Agora, demissão de funcionário público, a gente tem que fazer uma distinção entre governo federal e governo estadual. Os governos estaduais são muito mais inchados do que o Governo Federal, me parece — também não sou nenhum *expert* em finanças públicas em nível de detalhamento das contas, mas me parece ou, pelo menos, a minha experiência com esses números tem sido que os estados estão numa situação muito pior, e os municípios também, do que o Governo Federal. Então, tem muito espaço para demissão em níveis estadual e municipal. Esse é o primeiro candidato.

O segundo candidato seria um corte de incentivos fiscais e eu acho existem vários incentivos ou zonas que têm subsídios que seriam candidatos naturais. Acho que a Zona Franca de Manaus é uma, incentivos do tipo Sudene e outros são também candidatos. Um terceiro candidato me parece ser — e é uma questão fundamental — a questão das universidades públicas. Existem vários estudos sobre isso e há pouco tempo atrás, mais ou menos um ano, o Ib Teixeira, daqui da Fundação, fez um estudo sobre a UFRJ, basicamente vendo quem são os alunos que cursam a UFRJ, que é de graça. E a conclusão básica é que são alunos dos colégios privados, a quase totalidade, da Zona Sul do Rio, que vão estudar na UFRJ, de graça. Então, é um subsídio às pessoas que têm dinheiro; a universidade pública é gratuita.

Então, devíamos pensar até que ponto numa país cujo nível educacional médio é tão baixo se justificaria esse tipo de subsídio. Uma possibilidade e eu não estou aqui, de forma alguma, querendo sucatear a universidade pública, mas uma alternativa, do ponto de vista fiscal, seria cobrir parte dos gastos das universidades públicas com mensalidades, que seriam pagas pelos alunos. Isso, a meu ver, em primeiro lugar,... isso em vários países, onde existe universidade pública, existe também o pagamento de mensalidade, quer dizer, as coisas não são excludentes e o exemplo que me vem à mente e que me parece o mais bem sucedido é o norte-americano, onde existe um tripé, tem o aluno que paga, tem o Estado e, às vezes, a iniciativa privada doa também, e esse tem sido um modelo vitorioso; O modelo universitário americano realmente é um dos melhores do mundo e as pessoas vão estudar lá exatamente por isso. Então, uma alternativa seria fazer os estudantes pagarem e reduzir a pressão sobre gastos do Governo ou federal ou estadual, porque algumas universidades públicas são estaduais.

Vou terminar falando sobre duas coisas; a primeira delas é saber porque não fomos capazes de enxergar a floresta e acabamos nos perdendo na trilha? Parece-me que existe um desequilíbrio

fundamental e acho que as pessoas aqui ainda vão falar muito sobre isso neste Seminário, que é a questão cambial. Eu resolvi fazer um exercício baseado nisso, quer dizer, existe um desequilíbrio básico e é inevitável... é tapar o sol com a peneira achar que nós não temos um... que o Câmbio no Brasil hoje está no lugar. Só para citar um exemplo pessoal, mas há mais ou menos dois meses atrás eu participei de um Seminário, na França, e eu comi num restaurante em Paris e gastei US\$ 40,00 com vinho bordeaux, sobremesa, de frente para uma praça.

Quando eu me dei conta de quanto eu gastaria por esse mesmo almoço — comi filet mignon — no Brasil, eu fiquei assustado. Então, entre achar que existe algum desequilíbrio com relação à economia francesa e a brasileira, eu achei que, no fundo, havia de desequilíbrio com relação à economia brasileira; acho que qualquer pessoa que viaja para o exterior ou qualquer pessoa que vê pessoas chegando no Aeroporto Internacional, carregadas de malas, tem a mesma sensação.

Então, eu acho que o ponto fundamental é que existe um desequilíbrio básico e tem que ser combatido, é inevitável enfrentarmos a questão. Então, fiz um pequeno exercício econométrico, mais uma vez, para avaliar qual seria o impacto de uma desvalorização sobre o balanço comercial. Cheguei ao seguinte resultado: o impacto de curto prazo que, pelo menos para quem está muito interessado em conjuntura é o que mais importa, é da ordem de aproximadamente um, é unitária. O que quer dizer isso? Quer dizer que se o câmbio — e nesse caso o câmbio real que leva em conta também a diferença das inflações — se desvalorizar em, por exemplo, 1%, e por consequência, o saldo vai aumentar em 1%. Essa é a conclusão básica. Esse número é um número trivial... tem duas coisas interessantes sobre esse exercício, primeiro, o câmbio foi efetivamente uma variável exógena, ou seja, uma variável que, a princípio, poderia ser controlável e eu acho que todo mundo que olha as séries de câmbio recentes vai concordar com isso, porque é basicamente um desenho, o câmbio hoje, apesar da banda, a banda é tão estreita que é quase um desenho, então, é uma série, a princípio, hoje, manipulável, e tem um impacto, ou seja, mudanças no câmbio têm um impacto não trivial sobre saldo comercial.

Para concluir, eu acho que em vez de ficarmos nós nos perdendo na floresta, revertendo a abertura comercial e impactando negativamente o crescimento futuro, deveríamos ter uma política um pouco mais agressiva com relação a desvalorizações cambiais e podermos basicamente sairmos da floresta onde tínhamos planejado, em primeiro lugar. Por que não se faz isso? Porque normalmente os economistas ignoram uma questão fundamental que para os políticos não é ignorável, que é basicamente o ciclo eleitoral. Mas eu acho que o papel dos economistas não é ficar comentando sobre oportunidades eleitorais e, sim, dar a idéia básica ou dar o norte para onde faz algum sentido econômico a economia. Para uma economia fechada, que cresceu como a economia brasileira cresceu na década de 80 e que tem um nível de desperdício público, com o gasto público que o Brasil tem, eu acho que o fundamental, para uma economia com esse perfil, seria exatamente ficar mais aberta, crescer mais e cuidar mais do desperdício dos gastos públicos. Muito obrigado.

## **MEDIADOR- RUBENS PENHA CYSNE**

Muito obrigado, professor João Victor Issler. Para aqueles que possivelmente esperavam uma previsão do déficit, o professor João provou que não existe almoço grátis. Passo a palavra então para o professor Renato Baumann. O professor Renato Baumann veio de Brasília, é o dirigente da Cepal, no Brasil, e veio de Brasília para nos prestigiar. Lembro-me que há duas semanas atrás o Ministro Delfim Neto, sentado nesta cadeira, cunhou a tese de que, em Brasília, o lago que lá existe gerava um gás inodoro e incolor que afetava os neurônios das pessoas. Mas ele esqueceu de mencionar que isso não aconteceu com os economistas de Brasília. Na verdade, o ministro Delfim já havia, outras vezes, se referido a Brasília, de forma jocosa: “Brasília é a única prisão do mundo ao ar livre”, e disse também que quando os circos iam de cidade em cidade no Brasil e paravam em Brasília, o anão começava a crescer. Professor Renato Baumann.

## **RENATO BAUMANN - Revisado**

Muito obrigado pelo convite. Ainda bem que eu sou convidado com frequência para seminários fora de Brasília, o que me permite oxigenar um pouco as idéias. Pelo menos, eu tento.

Quando o Rubens me convidou para este Seminário, ele mencionou um trabalho que eu fiz recentemente com duas outras colegas, no escritório da Cepal, em Brasília. Eu aceitei, tivemos uma conversa rápida, mas quando vi o programa me assustei e disse “Rubens, eu não vou falar de perspectivas para 98, não vou falar de política monetária, não vou falar de política financeira e, eventualmente, posso, marginalmente, tocar no tema do câmbio”. Aí ele me confirmou que essa era exatamente a idéia.

Então, louvando a coragem do Rubens, como organizador da Mesa, e correndo o risco de termos um “potpourri”, vou falar um pouco de um trabalho, que foi elaborado no primeiro semestre deste ano. Antes disso, como cenário de fundo, me parece importante fazer uma referência a por que tocar nesse tema agora. Se pensarmos na experiência das duas últimas décadas da política comercial brasileira, eu acho que - correndo o forte risco de simplificar - nós tivemos uma experiência com um câmbio razoavelmente previsível porque era indexado “ex-post” e havia uma preocupação com a sinalização aos agentes envolvidos com o setor externo. Todo o sistema de mini-desvalorizações - com os custos que isso implicava para o processo estabilizador - era um ativo, do ponto de vista do setor de *tradeables*.

Nesse sentido, a política comercial nas décadas de 70 e 80 foi muito ativa no que se refere a incentivos às exportações, assim como à imposição de barreiras múltiplas às importações. Aqui está o professor Pastore, um dos pioneiros no tema, e com quem toda uma geração aprendeu bastante, mas nesse período, e por consequência dessa estratégia, havia uma preocupação bastante influenciada pelos livros-textos de economia internacional (Balassa, Bhagwati, Corden e outros) e bastante martelada pelo Banco Mundial, que é a preocupação com o viés do sistema, se é um viés pró-exportador ou se é um viés anti-exportador.

Foram feitas várias estimativas (eu mesmo andei mexendo um pouco com isso), a Funcex tem vários trabalhos sobre isso, o Banco Mundial (o William Tyler durante décadas andou fazendo essas estimativas). Assim, foi possível inclusive identificar o viés ao longo do tempo: em 73 era neutro, em 79 era positivo, depois aumentou, o viés era anti, era pró, etc. Depois, esse tema sumiu do noticiário e ninguém mais se preocupa com isso.

Por quê? Porque no fundo da cabeça das pessoas, em 90 se promoveu uma abertura, o câmbio passou a ser algo que ninguém sabe muito bem o que é (provavelmente uma flutuação suja), não existe tanto uma preocupação de sinalizar para o setor de *tradeables* como havia antes, e a política de exportação é um pouco o que a gente tem aí. Hoje o que a gente tem são alguns incentivos fiscais, isenção de ICM, de IPI, de Cofins, créditos do Proex de 1.4 bilhões no próximo ano, e uma preocupação grande em atrair pequenas e médias empresas. Um pouco mais, um pouco menos, mas se resume praticamente a isso. Do lado das importações, felizmente há uma progressão, no sentido de maior “transparência”, significando com isso uma redução das barreiras não-tarifárias e uma dependência maior das alíquotas de importação, como a gente aprende que deveria ser, pelo livro-texto.

Só que, ao longo desse caminho, em 90 o ponto de partida de todo esse processo também implicou uma reforma administrativa: eliminação da Cacex, criação da Cecex e da Câmara de Comércio Exterior, etc., e aqui vou me aproximando ao ponto que quero enfatizar, que é a eliminação do Conselho de Política Aduaneira, que era um conselho constituído, nos últimos tempos, por 13 representantes de organismos governamentais e três representantes do setor privado, ou seja, da indústria, comércio e agricultura. É claro que a economia política da proteção, da Teoria da Proteção, sugere que num ambiente desses há enormes margens para “lobbies”, para distorções, para a preservação de interesses instalados, etc. Eu mesmo andei fazendo algumas estimativas em termos do processo decisório, da CPA, e fica claro que existiam vieses realmente, mas aquele era um mundo no qual estávamos trabalhando com a estrutura tarifária de 57, mantida durante trinta anos.

O que acontece é que ao se eliminar essa forma de definir a alíquota de importação no momento mesmo em que a política de importação passou a depender essencialmente da estrutura tarifária, eliminou-se, ao mesmo tempo, um mecanismo que, com todas as distorções que existiam, se aproximava a um sinalizador que se não era transparente, pelo menos era algo que se aproximava da transparência nos critérios de adoção das alíquotas, e esse é o ponto que eu quero elaborar. Hoje, a política comercial do lado das importações depende de uma estrutura de alíquota de importações, tarifas nominais, mas quais são os critérios para a definição dessas alíquotas, ninguém sabe. E mais: sem querer entrar no campo político, com a reforma institucional se designou, como responsável pela definição de alíquotas de importação, um ministério setorial, o que é, a rigor, um contra-senso.

Voltarei a esse assunto mais à frente; agora, volto à apresentação do meu trabalho, um texto que se chama “Tarifas de Importação no Plano Real”, é um Texto para Discussão da Cepal, e que será

publicado na Revista Pesquisa e Planejamento Econômico do IPEA de dezembro de 97. O que foi que nós fizemos?

Naquele momento, havia dois trabalhos bastante importantes, a meu ver, com relação à política de importação. Um, feito pelo Marcelo Nonnenberg, no IPEA, que mostrava o peso relativo das estruturas de financiamento aos importadores: como se passou a ter acesso a crédito a custo diferenciado no exterior, o mecanismo de arbitragem financeira, arbitragem de juros, embutida na possibilidade de captação de recursos a custo mais baixo no exterior é ainda um indutor bastante importante com efeito sobre créditos comerciais e, portanto, impacto sobre a balança comercial. E o segundo trabalho, bastante importante (um trabalho impressionante por ter sido feito por uma pessoa só) é o do Honório Kume, que é uma estimativa das taxas de proteção efetiva. O Honório, na sua saga oriental, foi capaz de pegar a estrutura de alíquotas de importação brasileira, transformar isso em setores da matriz de insumo-produto e estimar as alíquotas de proteção efetiva, para alguns pontos no tempo.

Qual foi a nossa postura? A pergunta que nós nos fizemos foi: se eu sei que em dezembro de um ano a alíquota era X e em dezembro seguinte a alíquota era Y, o que aconteceu no meio tempo, sobretudo quando nesse período, em 1994 e 1995 (pelos menos nesses dois anos) ocorreram efeitos do plano de estabilização, com vaic-e-vens bastante importantes na definição de uma série de variáveis, inclusive política de importações, como parte de todo o processo de política de estabilização? O que nós fizemos então foi tomar toda a pauta de importações, a 10 dígitos (são 13.428 produtos) e todos os documentos legais que modificaram as alíquotas de importação no período entre julho de 94 (momento zero do Plano Real) e a última informação que nós tínhamos, à época em que fizemos o trabalho, que era setembro de 1996. Então, são 27 meses que nos contam uma história e eu me atrevera a dizer que de lá para cá, desde setembro de 1996, não houve grandes modificações, e os resultados básicos permanecem válidos.

Primeiro resultado: desses 13.428 produtos que compõem a nossa pauta comercial, 11.200, ou 83% dos produtos, sofreram algum tipo de alteração na alíquota do imposto de importação. Ou seja, nós estamos falando de 27 meses nos quais quase 85% da nossa pauta de importações foi afetada por variações nas alíquotas de importação no momento mesmo, repito, em que as barreiras não-tarifárias, a maior parte delas, deixou de existir. Portanto, houve um grau de intervenção bastante forte. A segunda característica é que 900 produtos, ou seja, 7% da pauta de comércio tiveram três ou mais variações de alíquota no período. E este é o segundo ponto que eu quero enfatizar: longe de ser um processo linear, como se poderia imaginar (todo mundo fala no processo de abertura da economia brasileira pós-1990) eu acho que esses resultados dão lugar a fortes qualificações, sendo que 150 produtos, ou seja 1%, tiveram mais de cinco variações de alíquotas, em 27 meses. Aqui, começa a aparecer um campo pantanoso de falta de definição, de direção, na política, no desenho da política de importação

A tendência geral é obviamente de redução de alíquotas, todo mundo sabe. Ocorreu efetivamente o processo de abertura, mas há vários casos de aumento de alíquota, e essas variações são mais intensas no terceiro trimestre de 94 e no primeiro trimestre de 95. Há uma forte concentração no tempo, sobretudo

nesses dois trimestres, que são o momento inicial de adoção do Plano Real, a primeira correção pós-crise México, no início de 95, e uma pequena correção novamente no primeiro trimestre de 96. Se considerarmos a estrutura das alíquotas, ou seja, o grau de dispersão, o desvio-padrão das alíquotas do imposto de importação, há uma convergência crescente. Como aprendemos no livro-texto que assim deve ser, há uma convergência crescente nesses períodos de abertura (segundo trimestre de 94 e primeiro trimestre de 95) que está associada a uma tendência de redução dos níveis das tarifas. Mas a partir daí o grau de dispersão novamente aumenta e, portanto, nós começamos a ter um tipo de “stop-and-go”, um sobe e desce das alíquotas, com graus de dispersão maior.

Há duas coisas que são aparentemente de senso comum: primeiro, o processo de abertura pós-90 a que já me referi; e segundo, que em setembro de 1994, como parte do processo de abertura, se antecipou a adoção de Tarifa Externa Comum, por parte da economia brasileira. E o que nós mostramos no trabalho é que isso não é exatamente isento de qualificações. Em setembro de 94, apenas 40% dos produtos importados adotavam a Tarifa Externa Comum. Ou seja, houve, sim, uma aproximação a essa tarifa externa, mas a adoção da TEC, da Tarifa Externa Comum do Mercosul, só foi ocorrer de fato em janeiro de 95.

Isso é história, é passado, mas ajuda a construir o argumento. O que estou querendo com isso é trazer informações que ilustram a falta de direcionamento da política de importação no período. Tudo o que se tinha era: eliminamos barreiras não-tarifárias, confiamos nas alíquotas de importação, alíquotas nominais, mas o desenho das alíquotas nominais passa a ser crescentemente aleatório.

Nós não fizemos nenhum teste econométrico, não trabalhamos com câmbio, apenas com alíquotas de importação, mas há fortes indicações de uma relação, de uma proximidade, entre momentos de redução de alíquotas do imposto de importação e aumento de valor importado, que é mais ou menos o que se espera. Não controlamos para câmbio, nem para produtos, mas há aparentemente base empírica para um argumento no sentido de que, se existe uma elasticidade expressiva de câmbio para saldo comercial, existe aparentemente uma elasticidade não-desprezível, também, para o nível de alíquotas de importação.

Quando vamos a setores específicos e selecionamos alguns setores em função da sua importância relativa na pauta e a importância relativa do número de variações de alíquotas, as trajetórias dos setores são bem diferenciadas: há momentos em alguns setores quando as alíquotas vão para baixo, ao mesmo tempo em que aumentam em outros; alguns em que essa trajetória é constante, é linear, enquanto em outros oscila bastante. De novo, não há uma transparência na política de importação.

Quais foram os elementos determinantes no desenho da política de importações nesse período? Em primeiro lugar, mais do que qualquer outra coisa, é evidente uma preocupação com a estabilização do nível de preços internos e a principal prova disso, do ponto de vista da política de importações, é a própria adoção das listas de exceção à Tarifa Externa Comum, que são posteriores à adoção da tarifa externa. Ou



seja, as chamadas listas Dallari de produtos eram essencialmente construídas tendo em mente, aparentemente, o controle da expansão do nível de preços internos. O segundo elemento, sem precedente histórico, na nossa história econômica, é que a política de importações foi sobre-determinada pelo desejo político de viabilizar a integração do Cone Sul, ou seja, a adoção da Tarifa Externa Comum se sobrepôs a qualquer outro processo de desenho de alíquota de imposto de importação. Isso, pela primeira vez na nossa história.

Terceiro, como já mencionei, observa-se uma estrutura tarifária extremamente instável. No texto, eu mostro alguns exemplos de alguns produtos que tiveram até oito variações de alíquotas, entre aumentos e reduções, oito variações de alíquotas em 27 meses e isso dá uma variação a cada três meses em média. Isso não é política industrial, não é política de comércio exterior. É qualquer outra coisa, sendo que para alguns produtos essa oscilação vai de 0 a 20%, volta para 0%, sobe para 19%, etc. É impossível - mesmo que houvesse uma estabilidade cambial, mesmo que houvesse uma sinalização mais perfeita do ponto de vista de outros instrumentos de política - o agente econômico racional trabalhar com uma estimativa de médio a longo prazo nessas circunstâncias. A conclusão básica é que faltou nesse período clareza na definição de uma função-objetivo na política de importações.

Quais são as inferências que se podem tirar desse estudo com relação a essa experiência tão rica? Em primeiro lugar, evidentemente, eu acho que a primeira lição que se tira daí é a importância da necessidade de algum tipo de estabilidade no desenho da política. Ou seja, se estamos falando - como foi mencionado na apresentação do João Issler - que a taxa de câmbio segue uma trajetória na mini-banda que é virtualmente pontual, é quase constante, então o outro preço relevante para os importadores é obviamente a alíquota de importação. Se não existem outras barreiras, então nós estamos falando de algo que minimamente requer um padrão que seja identificável no processo de sua definição. Portanto, implícito nesse raciocínio está a importância de se manter baixo o grau de dispersão das alíquotas. Foi mencionada mais de uma vez a preocupação com a elevação recente das alíquotas de importação dos bens de capital, ou seja, a eliminação do “ex-tarifários”, que elevou de 0 para 17% a alíquota de importação de bens de capital. Se estamos falando dessa ordem de magnitude, de 0 a 17% ou a 20%, que cai para 0 e volta para 19%, estamos falando de sinalizações completamente díspares ao longo do tempo e, portanto, uma vez mais, da necessidade de se ter: a) uma definição de rumos a serem tomados - estamos falando de um processo de abertura da economia que deve continuar? b)- esse processo de abertura deve continuar como propósitos de estabilidade interna ou com critérios de eficiência produtiva? c)- se isso é assim, qual é o horizonte temporal de que estamos falando? E se vamos convergir, junto com os outros três ou cinco parceiros do Mercosul, dentro de um horizonte de tempo, qual é a trajetória? d)- se há uma trajetória de abertura, então, essa trajetória de abertura deveria ser uniforme para os diversos setores, sob o risco de se interferir burocraticamente no processo de alocação dos recursos reais da economia, porque o grau de dispersão mostrado pelos números que estão nesse texto indica que a sinalização é bastante induzida ou distorcida, podendo provocar distorções também na alocação dos recursos reais.

Isso, mais do que uma preocupação filosófica ou principista, de quem já militou algum tempo na análise de comércio exterior, eu acho que tem a ver com a oportunidade do tema. Por quê? Porque há um cronograma, bastante bem definido, com relação à inserção internacional da economia brasileira. Existe uma meta de 2005 que tem três faces: 2005 é o ano mencionado no Acordo-Marco entre o Mercosul e a Comunidade Econômica Européia para alguma coisa, que não se sabe bem o que será, de integração entre os dois grupos de países; 2005 é o ano mencionado em toda a documentação relacionada com as negociações da Alca, para alguma coisa (também ninguém sabe muito bem o que é), que se chamará Integração Hemisférica; 2005 é também o ano mencionado no propósito oficial do Mercosul de criar uma área de livre comércio da América do Sul. São três coisas que, tudo correndo conforme o esperado, serão simultâneas.

Se estamos falando de áreas de livre comércio, integração hemisférica, ampliação do mercado comum, seja o que for, vamos estar falando em concessões tarifárias e margens de preferência; portanto, vamos estar falando em critérios de definição da política de importação e, portanto, vamos estar falando de critérios de definição das alíquotas de importação. A julgar pela experiência recente, esses critérios não estão claros de forma alguma. E a contribuição que eu tinha a trazer era justamente mostrar que há uma necessidade de se retomar o tema, partindo da velha perspectiva de vieses na estrutura da política comercial, “latu sensu”. Obrigado.

#### **MEDIADOR-RUBENS PENHA CYSNE**

Muito obrigado, professor Renato Baumann pela brilhante apresentação. Professor Affonso Celso Pastore.

#### **AFFONSO CELSO PASTORE - Não Revisado**

Uma das variáveis mais complexas da economia é a taxa de câmbio, e quando eu falo em taxa de câmbio, a gente sempre define dois conceitos de câmbio que são relevantes: o primeiro é o do câmbio nominal e o segundo é o do câmbio real. Toda discussão inicial, do José Júlio, foi centrada, em grande parte, em cima de uma crítica ao uso do câmbio nominal como âncora no processo de estabilização. O que faz a taxa nominal de câmbio? No fundo, dependendo do regime monetário e do regime cambial que se use, ela é uma determinante do curso do nível de preços. Países que têm pouca credibilidade, governos com pouca credibilidade, na sustentação de políticas monetárias e fiscais que produzam estabilidade de preços, em geral, recorrem à fixação da taxa de câmbio para produzir a estabilidade de preços. Quer dizer, nós temos assistido no mundo, nestes últimos anos, muitos países que foram para regime de câmbio fixo. Alguns economistas italianos, como Tambellini, o Giovaninni, o Alberto Alesina, olhando a convergência que Espanha, Itália, Portugal tiveram para taxas de inflação mais baixas, chegaram a dizer que esses países nomearam como seu banqueiro central conservador o Deutsch Bundesbank.

O que eles fizeram, na realidade, foi fixar as suas taxas de câmbio ao marco; a política monetária fica endógena e com isso o país consegue ancorar o nível de preços na taxa de câmbio e convergir para uma taxa de inflação parecida com a taxa de inflação da Alemanha.

A Argentina foi para um *currency board* porque o Governo havia perdido totalmente a credibilidade. O Brasil foi para um arranjo de câmbio muito semelhante ao arranjo de câmbio fixo. Nós temos um *crawling peg, stricto sensu*; o Brasil não tem um regime de bandas de flutuação; o Brasil tem um curso determinista para a taxa de câmbio. Mas, antes de entrar no *crawling peg*, tivemos uma curta experiência de câmbio flexível; ela durou do momento da reforma monetária até por volta de março de 1995, quando ocorreu aquela desvalorização de 4 ou 5%, não me recordo direito. E aquele foi um momento crucial porque foi o momento que gerou a valorização do câmbio real, que é sobre a qual vou falar ao longo da minha palestra. Mas deixem-me fazer apenas esta introdução.

Por que ocorreu essa valorização de câmbio real? Ela ocorreu, no meu modo de ver, por duas razões: a primeira é que o Governo não acreditava que tivesse credibilidade suficiente para com o Plano Real trazer a inflação rapidamente para baixo. Ele precisava que alguns preços caíssem para que a taxa média de inflação viesse rapidamente para baixo. E é claro que uma valorização do câmbio nominal produziria uma queda ou uma estabilidade ou uma subida menor do preço de alguns bens próximos dos *tradeables*, os que arbitram os preços internacionais e com isso a inflação viria para baixo. A valorização cambial era algo bem-vindo para as autoridades no primeiro momento do Plano Real, porque elas queriam que o câmbio se valorizasse. Isto não foi um evento fortuito, foi uma engenharia produzida para gerar o Plano.

A segunda razão é um pouquinho mais sutil: quando a taxa de inflação caiu, o custo de reter moeda veio abaixo e ocorreria um fenômeno que para vocês todos é familiar e é chamado de fenômeno da remonetização da economia; é um crescimento muito forte da demanda de moeda. Quando cresce a demanda de moeda, para evitar que a taxa de juros tenha um crescimento muito forte ou explosivo, o Governo tem que aumentar a oferta de moeda; ele poderia aumentar a oferta de moeda essencialmente de duas formas: ou acumulando reservas - e ao comprar as reservas expandiria a base monetária, o M1, M2 e M3 - ou não comprando reservas mas recomprando dívida pública. Como o Governo não havia feito nada no plano fiscal, ele fez uma fezinha no processo de remonetização, como uma maneira de baixar permanentemente o déficit público. Deixou o câmbio ser flexível e, portanto, não compra nada de reservas e remonetiza a economia só recomprando dívida. E ao recomprar a dívida, baixa a dívida e conseqüentemente baixa o gasto de juros com a dívida pública.

Então foi isso que ele fez, exatamente isso; ele precisava do câmbio flexível para poder cobrir a sua deficiência em produzir um ajuste fiscal. E naquele momento ele obteve duas coisas muito importantes: o déficit público iria cair e só não caiu porque o dispêndio público cresceu, apesar da receita, os outros dispêndios cresceram e toda essa estratégia de produzir uma queda permanente do déficit público desmoronou. E a segunda razão é que a remonetização foi menor do que se julgava e, portanto, o

ganho de senhoriação produzido por esta fase inicial foi um ganho muito menor do que se imaginava. No entanto, o câmbio ficou valorizado no primeiro momento e daí para a frente passamos a conviver com uma taxa real de câmbio valorizado.

Bem, aqui eu falei algumas coisas e é só sobre essas, a respeito de câmbio nominal, que eu quero falar nesta apresentação. A segunda dimensão da taxa de câmbio é a taxa de câmbio real. Câmbio real é um preço relativo e como tal tem uma interferência muito grande na alocação de recursos e no comportamento do lado real da economia, e o preço relativo de bens tradeables contra bens não tradeables. Quando esse preço relativo cresce ou o câmbio real se desvaloriza, você induz mais produção de tradeables e menos produção de não tradeables, e mais consumo de não tradeables e menos consumo de tradeables. Consequentemente, você tem que alterar importações e alterar exportações, quer dizer, a desvalorização cambial só produz uma alteração no saldo comercial porque ela muda o câmbio real, se não ela não produziria nada, quer dizer, a mudança no câmbio nominal que não produz alterações de câmbio real só produz alterações de inflação.

Bem, eu quero olhar é o câmbio real, não quero olhar o câmbio nominal; eu quero olhar que efeitos esta valorização cambial produziu sobre o câmbio real e que efeitos ela teve sobre os saldos comerciais e sobre o balanço externo, sobre o equilíbrio externo. Para poder falar sobre isso, eu queria olhar as medidas de câmbio real. Então, aqui estão quatro medidas de câmbio real próximas a um aumento do plano... o Plano Real ocorre neste momento, neste ponto que estou apontando com a ponta da caneta, julho de 1994. Essas quatro medidas são feitas... em três delas variam o deflator que eu uso aqui dentro e uma delas varia o conceito inteiro. O que é pego aí é o seguinte: a taxa nominal de câmbio em reais por dólar ou cruzeiros por dólar, cruzados por dólar, em cruzeiros novos por dólar, em cruzados novos por dólar, uma das 723 moedas que este país já teve ao longo da sua vida, todas elas homogêneas, infla por um índice de preços externo - e aqui ela foi inflada pelo índice de preços nos Estados Unidos - e divide por um índice doméstico de preços no Brasil. O conceito é um conceito familiar a muitos de nós que é o conceito de PPP, paridade de poder de compra, em última instância.

O que eu vario domesticamente é o uso do deflator. Em dois deles, essas duas linhas pontilhadas, que estão bem aqui no meio, são dois índices de preço ao consumidor, um é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor, construído pelo IBGE, e o outro é o Índice de Preços ao Consumidor, construído pela FIPE. Esta linha pontilhada que sobe, o deflator é o índice de preços por atacado da Fundação Getúlio Vargas. E essa linha cheia é um conceito completamente diferente de câmbio real que é a relação câmbio-salário, em última instância.

Bem, eu quero me concentrar nas três primeiras. Se usarmos o índice de preço ao consumidor, qualquer um deles, faça uma média sem o ano anterior ao Plano Real e chame isso de base e calcule quanto valorizou o câmbio real; com a medida de preços ao consumidor ele caiu de 100 para 70, 30 pontos de porcentagem é o grau de valorização nessa medida. Se você usar o índice de preços por

atacado, faz os mesmos 100 no mesmo período, calcula quanto está agora, está em 85, portanto valorizou 15.

Aqui tem duas discussões: Primeiro, tanto faz um índice quanto outro, tanto faz usar o índice de preços ao consumidor quanto o índice de preços por atacado. Bom, o primeiro não faz diferença e daqui a pouco vou mostrar que faz muito menos diferença ainda quando olharmos uma série mais longa, porque um dá uma valorização de 30 e outro dá uma valorização de 15. Segundo, as pessoas dizem: “Ah, mas...não usa a escola como custo e, portanto, para saber a competitividade da exportação, eu tenho que olhar para isso, tenho que olhar para um índice de preço por atacado, que é um índice muito mais abrangente. Agora, se eu fizer essa pergunta aqui, todo mundo vai me dizer que o índice de preço por atacado é o melhor; mas o índice de preço por atacado é o pior. Por quê? Porque você tem dois tipos de bens: tradeables, que são aqueles bens passíveis de importados e exportados, cujo preço no mercado interno é determinado pela arbitragem espacial.

Por exemplo, automóveis, até alguns anos atrás, eram não tradeables de fato, embora potencialmente fossem tradeables, porque o Brasil proibia a importação de automóveis. Computadores e televisores potencialmente eram tradeables, podiam ser importados e exportados, mas havia uma Lei de Informática que proibia importar componentes eletrônicos, televisores, computadores e o preço dos televisores e computadores era formado no mercado interno e, portanto, eram, de fato, não tradeables. Hoje, eles são tradeables, abriram a importação; a tarifa é alta mas já arbitram.

Se você desvaloriza o câmbio, hoje, você eleva o preço do carro relativamente ao preço da educação, ao preço da saúde; eleva o preço do televisor ao preço da educação. Se você tiver, no numerador, a taxa de câmbio vezes o preço dos bens lá fora, você tem que ter no denominador, para calcular o preço relativo, a melhor estimativa possível dos preços dos não tradeables. Então, o índice que tem que ser o deflator é o índice que tiver o maior conteúdo de não tradeables, e não o maior conteúdo de tradeables. E aqui é visível que o índice de preços ao consumidor tem uma proporção de não tradeables maior do que o índice de preços por atacado.

Suponham um índice de preços por atacado que só tivesse bens tradeables e a arbitragem espacial fosse perfeita. Você desvalorizaria a taxa de câmbio em 10% e geraria imediatamente uma subida de 10% no preço por atacado e nenhuma variação de câmbio real, pura e simplesmente porque no denominador desta relação, que são preços por atacado, a variável que determina o seu comportamento é a taxa de câmbio que está no numerador. Tudo se passa como se você estivesse deflacionando o câmbio nominal pelo próprio câmbio nominal. É uma coisa absolutamente destituída de sentido.

A primeira proposição que eu queria colocar aqui dentro é que não é indiferente olhar os índices. Se você olhar um pouquinho mais isto, numa perspectiva de mais longo prazo, essas coisas ficam mais claras. Eu peguei aqui de 1960 para frente; está série, que tem um nível baixinho e depois, nos anos 80, se desvaloriza, fica num patamar e se valoriza depois do Plano Real é a série que usa o preço ao consumidor.

E esta outra que flutua em torno de um valor constante, aproximadamente constante, é a série de câmbio real que utiliza o IPA, o Índice de Preços por Atacado.

Se o João Victor estivesse dando isto em aula, ele diria o seguinte: "uma delas tem uma tendência completamente diferente da outra" e iria qualificar essa tendência como "tendência estocástica" para ter uma raiz unitária. Isso quer dizer o seguinte: se você der um choque no câmbio real cujo deflator é o INPC, esse choque produz uma desvalorização do câmbio que fica permanentemente na série. Se você der um choque na série que tem o IPA, Índice de Preços por Atacado, no denominador, esse choque bate na série e se dissipa, com uma vida média curtinha, de 18 a 20 meses, e depois desaparece. Por quê? Porque a arbitragem espacial produz esta flutuação do câmbio real com a definição do IPA.

Eu podia dizer que qualquer que seja o deflator que eu uso, a tendência é mesma; o que eu estou dizendo aqui é que se você usar qualquer um destes dois deflatores, a tendência é completamente diferente, é outra. Numa, ocorrem valorizações e desvalorizações que ficam permanentemente na série, e na outra aparecem valorizações e desvalorizações que só ficam temporariamente na série. Essencialmente nos preços por atacado, a quantidade de tradeables dominante produz essa propriedade de reverter a média, enquanto, usando o preço ao consumidor, a tendência não é a de reverter a média. Nenhuma das duas é uma medida perfeita de câmbio real, mas a que utiliza o IPA como deflator é menos perfeita do que a que utiliza o IPC.

Quando você olhar isto um pouquinho mais e comparar essas tendências, isto vai dar uma visão muito mais clara do processo. Tenho aqui dois diagramas de dispersão e em ambos, o eixo vertical dá o câmbio real, cujo deflator é os preços ao consumidor, e no eixo horizontal está o câmbio real cujo deflator é o IPA. Neste diagrama da direita estão as taxas de variação e no da esquerda estão os níveis. O que você nota é que quando se pega as taxas de variação, estas estimas mais ou menos as mesmas taxas de variação de curto prazo; mas quando você correlaciona os níveis, tudo se passa como se tivéssemos uma reta que estivesse se deslocando ao longo do tempo. Isto significa que um tem uma tendência completamente diferente da outra, e o que tem tendência é o que tem os preços ao consumidor no deflator. Quer dizer, nós desvalorizamos o câmbio real nos anos 80 e com isso produzimos efeitos em alterar os saldos comerciais; isso não é captado se você usar como medida o IPA. Nós valorizamos o câmbio real recentemente e com isso produzimos quedas nos saldos comerciais e isto não é captado pelo câmbio real que utiliza o IPA. Ou seja, quem utiliza o IPA, no fundo está mistificando a análise, está produzindo uma afirmação de que não há valorização cambial no Brasil para justificar que não quer mexer no câmbio nominal para não perder a credibilidade no Programa, mas isso não ilude o fato de que o câmbio real produziu uma alteração no saldo comercial.

Essa relação entre saldo comercial e câmbio real é uma relação que também não é unívoca e não é independente... isso que o Baumann andou discutindo na última apresentação, que é sobre o problema de estratégia de abertura da economia e que já havia sido abordado antes pelo João Victor. Eu coloquei neste diagrama... eu superpus o câmbio real, que utiliza o IPC como deflator, com os saldos comerciais.

Durante o período de 1960 até 79-80, os saldos comerciais, que estão na escala da direita, andaram oscilando em torno de zero - os saldos comerciais são as linhas pontilhadas. Em 1979, nós tivemos a primeira maxidesvalorização; em 83 tivemos a segunda e a sucessão dessas maxis produziu uma desvalorização do câmbio real que veio para este outro patamar, na linha cheia, e os saldos comerciais saíram de zero para alguma coisa oscilando em torno de 1 bilhão de dólares/mês aproximadamente. Mais recentemente, o câmbio real valorizou-se e os saldos comerciais saíram do positivo para o negativo.

Se nós pararmos em 1990, antes portanto da abertura comercial, há uma relação estável, detectável, que é aquela que o João Victor estimou, entre o saldo comercial e o câmbio real. Se nós viermos de 90 para a frente, essa relação estável começa a sofrer algum abalo. Que abalo é esse? É o abalo daquilo que o Baumann conversou, é o abalo da abertura da economia com relação ao setor externo. O Brasil continua sendo uma economia muito fechada, uma economia que vem produzindo aquilo que o João Victor discutiu há pouco, um viés enorme na direção de baixar as tarifas dentro do Mercosul e subir do Mercosul para fora - para eu voltar aos meus tempos de economista da área real do comércio internacional - nós estamos não estamos fazendo geração de comércio e, sim, desvio de comércio, quer dizer, o Mercosul como um todo está tão fechado como antes ou mais fechado do que antes. O que o Brasil está fazendo é reduzir as nossas importações e exportações para a Europa e para os Estados Unidos, para aumentar para o Mercosul. Quer dizer, toda essa estratégia enorme de abertura nada mais é do que uma estratégia de desvio de comércio e não tem geração de comércio. Consequentemente, o que a gente gera com isso é uma coisa pequena; é claro que se gerou comércio de importações no Brasil porque nós fizemos uma tímida abertura de importações. Essa abertura de importações produziu um deslocamento da demanda de importações e para o mesmo câmbio real produz saldos comerciais mais negativos do que antes. É por isso que a relação estável entre câmbio real e saldo comercial entra em colapso depois de 1990.

Mas eu quis olhar isso com mais um pouquinho de detalhe e tentar estimar aquilo que o Baumann disse que ele não estimou. Nós fizemos essa estimativa, usando os teus dados. A abertura começou em 1990, que é aqui; as importações vinham em torno de 1,5 milhões de dólares/mês e a partir de 1990, elas começam a crescer num ritmo alucinante; nós passamos rapidamente de 1,5 para 2, para 3, chegamos a 5 bilhões de dólares/mês, quando as importações declinam abruptamente, no início de 1995, quando o Governo produz a recessão de 1995 e voltam a crescer depois, também num ritmo muito forte. Este crescimento que está aqui ocorreu por uma combinação de efeito renda, que é o efeito que está na conta do João Victor; de efeito câmbio real, que está na conta de nós todos, alguns explicitamente e outros implicitamente, e do efeito do deslocamento das tarifas sobre importações.

Esta abertura comercial produziu algum efeito no sentido de mexer nas importações? Produziu. O Baumann fez uma estimativa para alguns anos de tarifas; o Honório Kume fez uma estimativa para outros anos de tarifas, o Pastore e a Cristina, que está ali do lado, não tinham a série inteira e pegaram a série do Baumann e a do Honório e interpolaram os anos do meio, um negócio parecido com o que você

fez no seu trabalho. E construímos uma série de tarifas interpolada e estimamos a demanda de importações na qual a importação em T, o log da importação em T depende do log da importação em T-1 por um efeito de dinâmica; do log da renda do PIB trimestral em T, do log do câmbio real e do log dessa tarifa construída desse jeito. E colocamos o log da força da tarifa separado com o log do câmbio real. E acontece uma coisa muito interessante: os dois dão a mesma elasticidade, não diferem entre si; se fizer o teste de que os dois coeficientes são iguais, eles são iguais.

Isso significa que preço relativo é preço relativo, quer ele venha do câmbio, quer ele venha da tarifa, não importa. Uma desvalorização cambial de 10% tem o efeito equivalente a uma mudança na tarifa de 10%, eu digo, o efeito no preço da tarifa de 10%. Uma valorização cambial e uma redução de tarifas, os dois produzem uma queda de preço relativo muito grande. Bem, aí está um pedaço da história. O Brasil, para poder ganhar na estabilidade de preços produziu a valorização do câmbio real e simultaneamente produziu uma rebaixa de tarifas. Isto produziu uma força somada de redução de preço relativo de importações. Ocorre que as exportações também são sensíveis ao câmbio real; isto produziu o efeito de desestimular as exportações.

Nós fizemos uma segunda brincadeira, que foi a de pegar as exportações brasileiras e calcula o quociente para as exportações mundiais, para ter uma idéia de como a participação brasileira na exportação mundial varia, e tenta ver qual é a variável que explica essa participação. Quando você coloca o câmbio real, que é a variável pontilhada, sobre esse cociente, você verifica que os períodos de câmbio desvalorizado são aqueles períodos nos quais o Brasil aumentou a sua participação nas exportações mundiais, e os períodos de câmbio valorizados são aqueles nos quais nós reduzimos.

Bem, nós produzimos a valorização cambial, produzimos a rebaixa de tarifas; nós desestimulamos exportações; nós estimulamos importações, e geramos déficits comerciais que na sessão seguinte vamos ver se são sustentáveis ou não, mas pelo resultado que já deu até aqui com os ataques especulativos, nós já vimos que pelo menos os indivíduos que movimentam capitais no mundo julgam que não eram déficits sustentáveis, se não, não teriam ocorridos os ataques especulativos.

A pergunta é a seguinte: aonde vai isto? “Ah, não tem importância porque o câmbio real está sendo compensado por ganhos de produtividade”. As últimas observações estão aqui. Como é que se define produtividade. As medidas, infelizmente, são medidas muito pobres, mas a medida corrente, aquela que todos vocês se orgulham muito no setor privado, de dizer que está crescendo 7, 8, 10, 15, 20% ao ano, sei lá quanto, é pegar a produção industrial e dividir pelo número de empregados na indústria. Mas, vamos por partes.

Olhem primeiro para este gráfico: este gráfico tem três medidas de índice de emprego na indústria. Esta linha cheia é o índice de emprego construído pela Fiesp; esta linha pontilhada próxima da linha cheia é o índice de emprego construído pelo IBGE; ambos estimam emprego de um jeito parecido:



eles vão ao estabelecimento industrial, chegam lá e perguntam: quantos empregados registrados vocês têm na folha? E vão somando e calculam o índice de emprego.

Existe uma terceira que eu pus aqui e vou usar para fazer uma análise. Em São Paulo, existe o SEAD, Sistema Estadual de Análise de Dados, que, em vez de ir para a indústria vai para o domicílio. Toca a campainha da casa do sujeito, do cortiço, do apartamento, onde for, e pergunta quantas pessoas moram na casa e quantas pessoas trabalham. Então, o marido trabalha, a mulher trabalha, o filho trabalha. Forma ou informal? Carteira assinada ou não assinada? Em que lugar? Estabelecimento comercial? Indústria? Etc. E a partir disso eles tiram uma estimativa de emprego industrial. Bom, vocês podem dizer que o IBGE e a Fiesp estão fazendo o mesmo erro porque vão na indústria. O SEAD vai no domicílio, pega uma outra fonte e pega também um informal. É claro que como você vai ao domicílio, existem problemas de amostragem, relativamente à amostragem obtida num estabelecimento. O que eu quero olhar aqui não é se elas vão juntinhas a cada mês, mas se os co-movimentos, ou aquilo que a gente chama de movimentos de baixa frequência e tendência são parecidos nas três séries. E os movimentos de baixa frequência são muito parecidos nas três séries.

Eu só mostrei isso porque daqui a pouco vou mostrar duas das três séries e só queria dizer que elas não medem o emprego de forma muito diferente, elas medem o emprego de forma aproximada. Eu peguei uma delas, a da Fiesp, que é a mais longa e peguei um índice de produção industrial do IBGE, que é essa linha preta cheia, e superpus os dois. E agora acontece uma coisa muito interessante: se você vai até 1988, o ciclo de uma está na outra, uma fase de upswing, uma fase de downswing, são fases que estão nas duas séries. De 1988 em diante, a produção industrial cresce enormemente e o emprego industrial vai lá para baixo. O Régis Bonelli, num artigo, diz o seguinte: “Eu não consigo explicar isso ou os empresários brasileiros foram tomados de um súbito ataque de racionalidade ou tem algo não explicável nesse tipo de comportamento”.

Claro, quando a economia muda a sua estrutura e a locação de fatores melhora a eficiência, você pode ter ganhos de produtividade. Mas será que os ganhos de produtividade são desse tamanho, como está implícito ali? Deixa eu contar para vocês uma historinha: no outro dia, eu estava voltando de uma reunião em Buenos Aires, e no avião eu encontro um ex-colega de classe. Ele ficou contente e pergunto: “O que você está fazendo. Eu trabalho na Cotia Trading” - vou dar os nomes aos bois e se vocês quiserem vão lá e verifiquem com eles essa história. O que você faz? A Cotia, hoje, tem a conta da Ford Motor do Brasil. Que conta é essa? Todas as importações e exportações da Ford são feita pela Cotia Trading.

A Ford, como vocês sabem, decidiu produzir o Fiesta no Brasil, vender no Brasil e exportar para a Argentina; produziu o Escort na Argentina, que exporta para o Brasil; os Mondeos vêm da Europa; os Explorers vêm dos Estados Unidos, e a Ford decidiu que ela não tinha vantagem em ela fazer as importações.

Ela terceirizou as suas importações e a Cotia está fazendo isso para ela; ela não mete mais a mão nisso. Mais do que isso, ela descobriu que não era eficiente em lidar com os cegonheiros, em fazer a administração dos pátios da sua fábrica. Então, ela pegou a Cotia e fez o *outsourcing* dos serviços de administração dos pátios e armazéns de automóveis e de todo o serviço de transporte de carros para abastecer os dealers de carros no Brasil. Eu perguntei a esse meu amigo quantas pessoas eles empregam nessa tarefa: “Ah, uns 600”. A cabeça começou a funcionar e eu pensei: “Bem, se a Cotia emprega 600 e a Cotia é mais eficiente do que a Ford pois, caso contrário, a Ford não teria feito o *outsourcing* para a Cotia, a Ford provavelmente empregava um pouco mais do que 600. De qualquer forma, são 600 caras que saíram da folha de pagamento da Ford.

No dia seguinte, eu estava convidado para uma palestra no Citibank, aqui em São Paulo, e durante a palestra eu contei essa história, que depois foi seguida de um coquetel. Durante o coquetel, uma veio conversar comigo e me disse: “Essa história que aconteceu com a Ford está acontecendo com a Volkswagen - Como é que você sabe? - Eu trabalho na Columbia Armazéns Gerais e esse acerto que a Ford fez com a Cotia, a Volkswagen fez com a Columbia Armazéns Gerais; nós fazemos todas as importações e exportações da Volkswagen; nós manejamos o pátio de automóveis da Volkswagen e nós manejamos a administração dos cegonheiros da Volkswagen. Como vocês sabem, a Volkswagen é maior do que a Ford e, portanto, a Columbia está empregando mais gente na sua tarefa, e são 700 ou 800 pessoas que saíram da folha de pagamento da Volkswagen.

Quando a gente calcula aquele crescimento de produtividade, esses 600 que saíram da Ford mas que continuam trabalhando para gerar a produção da Ford, não estão mais empregados na indústria, estão empregados no setor de serviço. Esses 800 que saíram da Volkswagen não estão mais empregados na indústria, estão no setor de serviços que é onde está a Columbia Armazéns Gerais e a produção cresceu ou ficou lá, mas o nível de emprego caiu. E se eu dividir a produção da indústria pelo número de empregados na indústria, eu estou simplesmente forçando para cima a medida de produtividade.

Eu não posso provar isso que eu falei, eu só posso levantar suspeitas e dizer para vocês que prestem atenção quando saírem por aí dando explicações. É óbvio que, não tem dúvida que, não tem nenhuma razão para acreditar ao contrário que é como qualquer autoridade que cheira aquele gás que emana de Brasília costuma falar quando nos dá explicações oficiais sobre os seus erros de política econômica, quer dizer, a gente que, no fundo, pensar um pouco mais sobre a natureza da evidência empírica que está por trás. Para poder pegar isso, a última transparência que eu mostro é tirada dos dados do SEAD e por isso foi que eu mostrei o SEAD. A vantagem do SEAD é que indo para o domicílio, ele pergunta se o cara tem carteira assinada, não tem carteira assinada, se é formal ou informal, então, toda essa história da economia informal some no meio do caminho. O que está aí é quem está empregado na indústria, formal ou informalmente, quem está empregado em serviços, formal ou informalmente, quem está empregado no comércio, formal ou informalmente, e quem está empregado em qualquer lugar que seja, formal ou informalmente.

Até 1988, que foi quando o Dr. Ulysses forçou a barra para a Constituição de 90, que criou a taxa  o excessiva sobre a folha de trabalho, o nível de emprego global na indústria, no comércio e nos serviços vinha crescendo num certo ritmo uniforme. De 1988 em diante, comércio e serviços que têm um peso de não formal muito maior crescem acima da m  dia e indústria, que tem um peso de não formal muito menos, vai lá para baixo. E isto começa a aparecer quando a distorção da taxa  o no mercado de mão-de-obra aparece. O que essa hipótese nos leva a crer, para alguém testar porque eu não estou afirmando que isto é verdade, mesmo porque eu não estou respirando o ar do lado de Brasília, para alguém testar a hipótese de que esta distorção vem produzindo *outsourcings* pela distorção, o que, no fundo, produz um viés na medida do crescimento de produtividade.

Prestem atenção, eu não afirmei nesta sala - isto vai ficar gravado e a minha memória    longa - eu não afirmei que não há crescimento de produtividade no Brasil; o que eu afirmei    que as pessoas que dizem que este crescimento é medido pela divisão da produção da indústria pelo emprego na indústria é a medida de produtividade. Como este crescimento    grande, não tem importância que o câmbio se valorize porque o crescimento de produtividade está compensando isto. Eu disse que o câmbio valorizou-se, produziu uma redução na dinâmica de crescimento nas exportações; junto com esta incipiente abertura comercial produziu um crescimento de importações; há um crescimento de produtividade e o crescimento de produtividade é muito menor do que as pessoas do Banco Central afirmam. Portanto, o efeito da valorização cambial sobre o saldo comercial é um efeito de magnitude maior do que aquele que se costuma dizer. Obrigado.

#### **MEDIADOR – RUBENS PENHA CYSNE**

Seguindo a nossa tradição, abrimos a palavra para aqueles que desejam fazer perguntas ou observações ou ambas, pedindo a gentileza de se identificarem ao fazer a pergunta e, se for o caso, identifiquem quem a responderá.

#### **CARLOS IVAN SIMONSEN LEAL**

Esta é uma pergunta técnica ao professor Pastore. Tentou usar alguma série de   ndice de preços só com preços de produtos não negociáveis? Ou, por exemplo, tentou pegar o IPC e limpar o efeito do IPA?

#### **AFFONSO CELSO PASTORE**

Não, eu não peguei não. Existe um trabalho feito pelo pessoal da Macrométrica limpando, no índice de vocês, da Fundação Getúlio Vargas, o que é obviamente não tradeable, o que é obviamente tradeables. Essa questão do obviamente tradeable e obviamente não tradeable parece acadêmica, mas não é. Há muitos serviços que são não tradeables que utilizam insumos que são tradeables. Exemplo: transporte urbano; você não importa ônibus urbano, serviço de ônibus e, portanto, o serviço é não tradeable, mas o insumo fundamental para isso é petróleo e, então, você acaba reajustando o preço desse bem porque ele tem um insumo que é tradeable. Isso acontece no serviços e também acontece o vice-versa. Mas, tecnicamente, é complexo fazer isso, não é uma coisa imediata.

Agora, mesmo assim, nesse exercício no qual o obviamente-tradeable e o obviamente-não tradeable foram tomados, a última vez que eu vi isso foi no começo deste ano, o dado pegava de 1994 até o começo de 1997. A estimativa da valorização é muito semelhante à valorização que existe, usando o IPC como deflator, embora a distribuição do câmbio real ao longo do tempo seja uma distribuição diferente. Quer dizer, os momentos nos quais se valorizou, nesta estimativa, são momentos diferentes dos momentos nos quais se valorizou na outra estimativa, e reforça o ponto.

#### **MEDIADOR-RUBENS PENHA CYSNE**

Marcelo Serfaty, ex-aluno da Escola e um dos nossos patrocinadores, Banco Pactual.

#### **MARCELO SERFATY**

E o efeito da valorização do dólar e das demais alterações de moedas que ocorreram na Ásia? Quando agravará ou já agravou esse problema?

#### **AFFONSO CELSO PASTORE**

Toda vez que a gente discute a respeito da valorização do dólar com relação às européias e ao Ien, eu procurei que a gente trocasse isso e falasse na desvalorização do ien com relação ao dólar, e não é para ficar puramente semântico, não, é para reforçar a natureza do efeito. Observe o seguinte, a desvalorização do ien é um dos elementos que está por trás da questão asiática. Não é a única, claro. A Malásia e a Coréia, pelo menos, tinham problemas bancários muito sérios que impediram esses dois países de considerar a hipótese de levantar a taxa de juros para defender suas moedas, uma posição que os conduziu ao mesmo corner ao foi conduzida a Inglaterra em 1992, quando, diante de uma recessão, também decidiu não levantar a taxa de juros para defender o pound. Só que, por que eles foram confrontados com a alternativa de subir a taxa de juros ou de desvalorizar as suas moedas?

Essencialmente, porque as suas exportações perderam dinâmica porque os seus déficits em contas correntes cresceram. A Tailândia, quando foi à garra e começou a desvalorizar o baht, tinha um déficit de contas correntes em torno de 8% do PIB, e a Coreia vinha perdendo reservas e vinha com uma perda dinâmica de... Bem, elas prendiam as suas moedas - o José Júlio abordou isso na sua palestra - elas prendiam as suas moedas ao dólar e competiam com o Japão nas suas exportações e importações, e a desvalorização do ien produziu, além da absorção maior dentro desses países, produziu a perda de dinâmica e elas foram compelidas a, enfim, desvalorizar ou ir para a crise, e foram para a crise cambial. Produzido por esse efeito, a desvalorização do ien produziu desvalorizações, não foi o único fator mas foi um fator importante, em todas as moedas do sudeste asiático, à exceção de Hong Kong que também valorizou o dólar de Hong Kong em relação ao dólar, em termos reais, ao dólar americano, nos últimos cinco anos, em torno de 30%. E se você considerar com relação à cesta de moedas, mais do que isto.

Bem, o que vem acontecendo? Os países do Sudeste, à exceção de Hong Kong - e vamos pensar se Hong Kong mais à frente também não vai realinhar, porque ele está com um mau alinhamento na sua moeda - quer dizer, esses países todos, direta ou indiretamente, passaram a competir muito mais com o Brasil. O que você pode olhar é que tipo de - esse é um tópico para pesquisar - que tipo de enfrentamento o Brasil vai ter com relação a eles no resto do mundo. Então, se nós tivermos 40 ou 50% da nossa pauta de importações constituída de produtos que são o grosso dos produtos da pauta de importações dos países do Sudeste, a desvalorização deles nos pega imediatamente. Se tivermos 5% na nossa pauta que diretamente com os países do Sudeste Asiático, aí o efeito é menor.

O que eu quero colocar aqui... Eu não quero dar uma resposta final porque esse tipo de questão não está respondida, é uma questão que nós, por exemplo, ... que é a reação do pessoal de calçados. Se você viu a reação do pessoal da soja, aqui, quer dizer, não é a toa que um prócer importante da Fiesp, na área de comércio exterior, que é exportador de soja e que tem muita ligação com o pessoal de sapatos, sai gritando que a crise no Sudeste Asiático é uma crise que prejudica o Brasil.

Então, quantitativamente, eu não vou te dar a resposta porque ela precisa desta avaliação mais precisa de qual é a participação de produtos comuns nas duas pautas, para ter uma idéia do efeito. Mas não há dúvida de que a desvalorização, no Sudeste, reduz adicionalmente competitividade brasileira, o Brasil perde relativamente a eles, e depois dessas desvalorizações, que ainda não se encerraram, nós teremos uma performance de saldo comercial um pouquinho mais difícil do que tínhamos antes das desvalorizações.

## **JOÃO VICTOR ISLLER**

Eu me senti um pouco culpado por não haver apresentado previsões do balanço comercial e, por isso, vou apresentar um substituto próximo. Eu fiz essa tabelinha agora, só para mensurarmos qual é a importância de desvalorização, em termos de redução de déficits comerciais que estão, no caso,

associados a diferentes desvalorizações cambiais. Então, se temos a elasticidade de câmbio real de 1, que é... na verdade, o meu estimador é aproximadamente, quer dizer, é .8, mas estatisticamente igual a 1, então, eu o tomei com o valor de 1 porque a conta fica mais fácil. Se tivermos uma desvalorização real de 10%, as importações vão cair em 10%; como o total das importações é de aproximadamente 50 bilhões de dólares, chegaríamos a uma redução de déficit de 5 bilhões/ano.

## **PERGUNTA**

João, elasticidade de curto ou longo prazo?

## **JOÃO VICTOR ISLLER**

Elasticidade de curto prazo. É claro que uma análise de mais longo prazo pode ter algum tipo de reversão. Então, se fizéssemos uma de 20% e não de apenas 10%, essa redução de déficit já estaria na casa de 10 bilhões. Como esse ano o déficit comercial está beirando 10 bilhões, está em torno disso e ainda vai fechar, nós basicamente acabaríamos com o déficit comercial brasileiro se fizéssemos uma desvalorização de 20%. Isso, para mim, mostra que a política cambial tem o poder de reverter os desequilíbrios que a gente enfrenta hoje, quer dizer, 1% de elasticidade de curto prazo é um número não trivial, certo? Acho que o ponto todo era esse e quando eu dei o número de 1%, talvez isso não estivesse claro, eu acho que este exercício deixa isto claro. Se fizéssemos o exercício a 30%, que é o que o professor Pastore estimou ser a defasagem cambial aproximadamente, chegaríamos a mais ou menos 15 bilhões e aí a economia brasileira até poderia crescer um pouquinho em 1998.

Bem, duas coisas vale a pena anotar neste exercício que obviamente é muito simplificado, por duas questões; a primeira é a questão da dinâmica; você pode fazer uma desvalorização e talvez não queira fazer tudo de uma vez; talvez queira fazer paulatinamente ao longo do tempo e, então, o impacto não vai ser total, todo esse impacto que está sendo calculado aí, e pode ser um pouco menor. De qualquer forma, isso não tira o impacto que uma desvalorização teria sobre déficit comercial. É claro que uma outra coisa a levar em conta, também, é a questão do impacto sobre preços, e o Governo basicamente não faz a desvalorização porque tem medo que a inflação volte a ser grande. E aí, número grande... O que é grande? A resposta a essa pergunta é difícil, principalmente com os dados que temos no Brasil e a quantidade de ruído que as séries econômicas brasileiras contêm, devido às várias mudanças de regime que encontramos aqui. Mas, de qualquer forma, eu acho que uma desvalorização gradual, acompanhada de regime de taxa de regime alta, no qual, aliás, nós já nos encontramos, teria um potencial considerável em termos de redução da taxa comercial e tirarmos o desequilíbrio que atualmente nos aflige.

## **MEDIADOR-RUBENS PENHA CYSNE**

Muito obrigado, professor João Victor. O horário do nosso seminário é planejado com base na elasticidade da bexiga humana e preciso ainda passar a palavra para o Presidente da Mesa sumarizar toda a discussão e finalizar esta Sessão.

#### **CLOVIS DE FARO – Revisado**

Depois desse comentário do Rubens, terei que ser o mais breve possível.

Inicialmente, fazendo um breve retrospecto, talvez o próprio sucesso inicial do Plano Real, que indubitavelmente foi muito bem sucedido no que tange do seu objetivo primeiro, que era o combate à inflação, fez com que certas correções, como apontou o professor José Júlio, que foi o nosso primeiro palestrante, fossem de alguma maneira adiadas. E infelizmente isso fez com que, comparativamente, no retrospecto que ele fez com relação a outros países, verifiquemos que a nossa situação é muito pior do que a daqueles países. Não é, pois, atoa que tivemos esse percalço recentemente, que pode ser caracterizado como um ataque especulativo, em função da crise deflagrada na Ásia e que nos alcançou. Por outro lado, essa crise veio quando ainda existia uma possibilidade de alguma reação, antes de que o ano eleitoral estivesse em curso, o que permitiu que o Governo pudesse ter feito esse pacote, que é um primeiro passo no sentido de tentar recuperar o tempo perdido na implementação das reformas que não foram feitas.

Mas, infelizmente, e isso aí nós depreendemos da exposição do professor José Júlio, é que a necessidade de correção, em termos de desvalorização cambial, faz-se ainda presente. Neste ponto, vem novamente a questão do problema eleitoral, que eu acho ser um complicador. Face à possibilidade de reeleição, é improvável que o Governo vá querer mexer no câmbio; a não ser para fazer uma pequena aceleração no processo de desvalorização do Real, mas não fazendo talvez as correções que deveriam ser feitas, porque o plano eleitoral passa a ser extremamente importante, provavelmente a variável mais determinante.

Logo em seguida, nós ouvimos o professor João Victor que -fazendo aqui um parêntesis na essência de meu comentário - tinha se furtado de fazer novas previsões. Mas a primeira coisa a salientar, como destacou o Rubens, foi o acerto das suas previsões; o que mostra que a econometria levada a sério realmente é uma coisa muito importante. Voltando ao tema de hoje, ele chamou a atenção, por meio dos estudos que fez, sobre o grau de excessivo fechamento da nossa economia. Quando a gente houve falar que, a partir de 1990 - e é verdade - houve um processo de abertura, o que, de alguma maneira, nos conforta, nem sempre levamos em consideração que quando comparamos com outros países, estamos longe ainda de ter uma abertura suficiente. Ainda na sua palestra, ele nos chamou a atenção para o fato de que, dentro do próprio pacote fiscal, o procedimento de tentar novamente reduzir o desequilíbrio das nossas contas internas via aumento de impostos, o que tem sido a tradição de nossos governantes, terá como consequência um problema no crescimento.

A seguir, e dentro dessa diapasão de seguir uma política mais ou menos errática, em termos do nosso comportamento com relação à comercialização internacional, o professor Renato Bauman fez uma exposição muito interessante, mostrando como não tem sido consistente a política de redução de tarifas; embora numa tendência geral de diminuição de alíquotas. Foram apontados alguns casos de produtos que tiveram variações de tarifas mais de oito vezes. Tais casos ilustram, dramaticamente esse contexto de que a nossa política, em termos de relação com o exterior, não tem sido consistente.

Finalmente, o professor Pastore, nos dando uma aula, inclusive sobre como apropriadamente medir o câmbio real, chamou a atenção de que é uma falácia o que as pessoas normalmente acham ser o mais importante na metodologia de medição do câmbio real. Ou seja, olhar um índice de preços internos que reflita fundamentalmente uma componente muito grande de tradeables, não é o mais adequado. De qualquer modo, evidenciou também que, qualquer que tenha sido o índice utilizado, fica patente que há uma sobrevalorização acentuada. Ainda mais, contrariamente à argumentação que tem sido desenvolvida pelo Governo, ela não seria compensada por aumento de competitividade. Isto por que, principalmente a partir de 1988, aliás fundamentalmente motivada até pela Constituição de 88, houve uma mudança muito grande em termos de deslocamento de empregados no setor de produção, onde a formalização da economia é bastante menor, para o setor de serviços, onde há exatamente uma grande informalização da economia. Portanto, o argumento de que teria havido, de alguma maneira, uma compensação para a sobrevalorização do real pelo aumento de competitividade, isso, na realidade, não é uma coisa que podemos tomar com total segurança. Tudo isso nos leva a imaginar - e fica aqui uma indagação - quais serão as surpresas com relação ao pacote de maldades que já foi anunciado, e o que mais vier pela frente, com essa indagação sendo magnificada pelo fato de que 1998 é um ano eleitoral.

Agradeço aos nossos palestrantes e ao auditório, inclusive pelas perguntas, e novamente passo a palavra ao professor Rubens

### **RUBENS PENHA CYSNE**

No segundo painel, teremos a parte chamada “abaixo da linha” que é fluxo de capitais. Convido todos para um cafezinho. Obrigado.



## PAINEL II

### ASPECTOS MACROECONÔMICOS DO FLUXO DE CAPITAIS

Presidente da Mesa:

- Demóstenes Madureira de Pinho Neto - Diretor do Banco Central do Brasil

Mediador:

- Marcelo Serfaty - Diretor Executivo do Banco Pactual

Debatedores:

- Aloísio Pessoa de Araújo - Professor da EPGE/FGV
- Fernando Holanda Barbosa - Professor da EPGE/FGV
- Marcio Garcia - Professor da PUC - RJ
- Sérgio Ribeiro da Costa Werlang - Professor da EPGE/FGV

## PAINEL II -ASPECTOS MACROECONÔMICOS DO FLUXO DE CAPITAIS

### MARCELO SERFATY – MEDIADOR

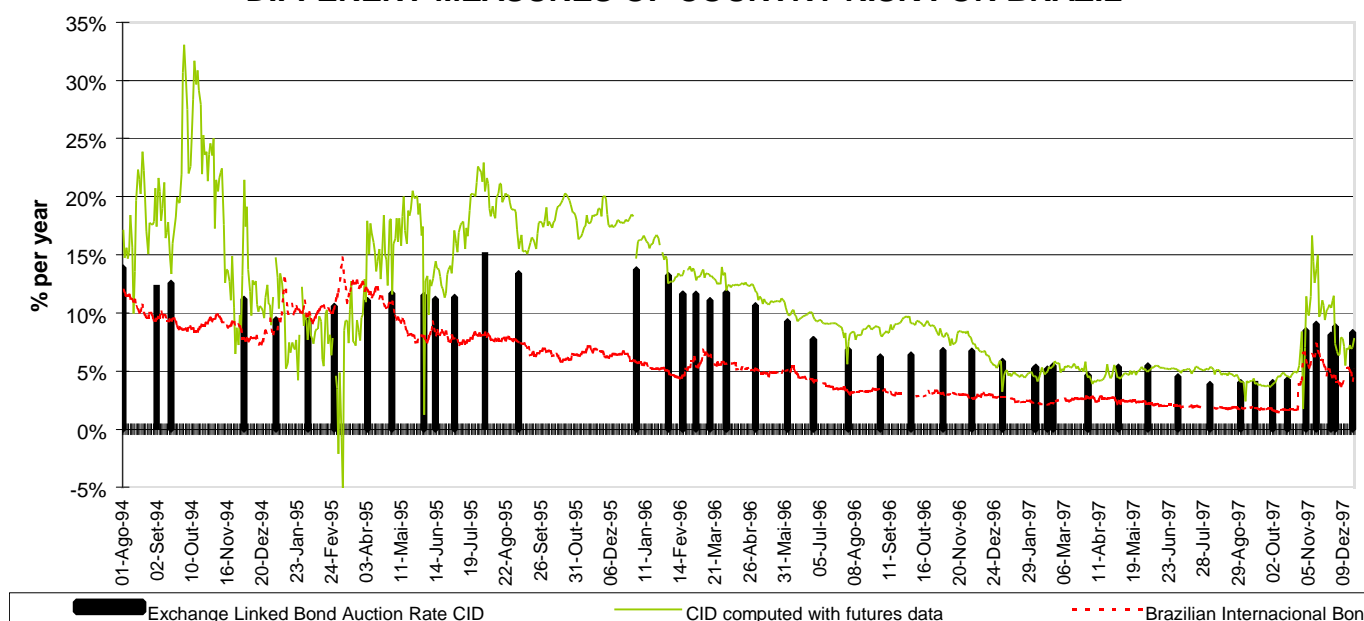
O nosso primeiro debatedor, professor Márcio Garcia, da PUC, dará início a esta sessão.

### MARCIO GARCIA – Revisado

Obrigado. Inicio agradecendo o convite e, também, pedindo desculpas porque, por motivo de força maior, terei que sair um pouco mais cedo. Começarei abordando um aspecto técnico que diz respeito à condução de política monetária frente a um ataque especulativo, como foi o caso ocorrido aqui, a partir do dia 27 de outubro.

Peço a atenção de vocês para esta transparência.

### DIFFERENT MEASURES OF COUNTRY RISK FOR BRAZIL



No gráfico 1, eu tenho o seguinte: o que eu analiso aqui são distintos diferenciais de juros entre as taxas domésticas e as taxas externas. Pode-se calcular a diferença de taxas de juros nominais, diferença entre taxas de juros reais e, seguindo uma linha dominante na literatura de economia internacional, prefiro utilizar como medida da atratividade dos ativos de renda fixa domésticos, o diferencial da paridade coberta da taxa de juros. Este Diferencial é calculado da seguinte forma: o que eu faço é dividir  $(1 + i)$

onde  $i$  é a taxa de juros interna e aqui eu retiro só dados do mercado futuro de DI, que é a mesma coisa do que as taxas de juros internas, dividido por  $(1 + i^*)$ , onde  $i^*$  é a taxa de juros externa; no caso, aqui, eu uso a libor como poderia usar a prime, porque os resultados são praticamente os mesmos, dividido também pela cobertura do mercado futuro, ou seja, quanto o mercado futuro projeta a desvalorização, embora essa expressão seja errada e por isso eu não gosto de usar.

Então, basicamente o que diz o diferencial da paridade coberta da taxa de juros é quanto um investidor externo ganharia ao aplicar no mercado doméstico acima do que ele ganharia, se aplicasse no mercado externo, não correndo risco cambial, pois ele já está coberto desse risco cambial através da cobertura do mercado futuro. Então, normalmente, o que se observa internacionalmente é que quando esses diferenciais são positivos, há a tendência do capital entrar no país, e quando esses diferenciais são negativos, há a tendência do capital sair do país, e é o caso conhecido de repressão financeira, quando então você tem limitações à saída de capital, que é o nosso caso até o final da década de 80.

Há várias formas de investir em renda fixa no Brasil sem correr o risco cambial. Aqui, neste gráfico, eu analiso três. A primeira delas são essas barrinhas pretas que são os rendimentos dos leilões das NTN-Ds ou das NBC-Es que são títulos do Tesouro e do Banco Central indexados ao câmbio, daí deduzida a libor, ou seja, quanto se paga acima do mercado internacional para que se possa investir em dólar aqui no Brasil.

Então, vocês podem notar que isso foi muito alto no início e vinha caindo gradativamente, obviamente subindo nas últimas semanas, depois da crise. Então, essa é a primeira medida. As barras só tenho nas datas dos leilões porque os rendimentos do mercado secundário são dados difíceis de se obter e, especificamente, desses títulos.

A outra forma são os títulos da dívida externa. Eu escolhi um, que é o IDU. Aliás, IDU significa Interest Due and Unapaid, o que me parece um título muito infeliz para um título. Alguém comprar um título com tal nome não deve ser uma coisa muito agradável! Então, podemos notar que a linha vermelha é o rendimento do mercado secundário do IDU menos a libor. Notamos que essa linha vermelha está geralmente por debaixo das barras pretas. E por fim, a linha bastante denteada verde é o diferencial da paridade coberta da taxa de juros, utilizando os mercados futuros da BM&F de câmbio e de juros, e utilizando a libor.

Então, ao longo de toda a evolução do Plano Real, o que é que a gente nota? Nota que esse diferencial é positivo, no início fortemente positivo; depois é declinante e tem-se o episódio da crise do México, o episódio da crise cambial de março de 1995 e, depois, totalmente declinante até a última semana de outubro.

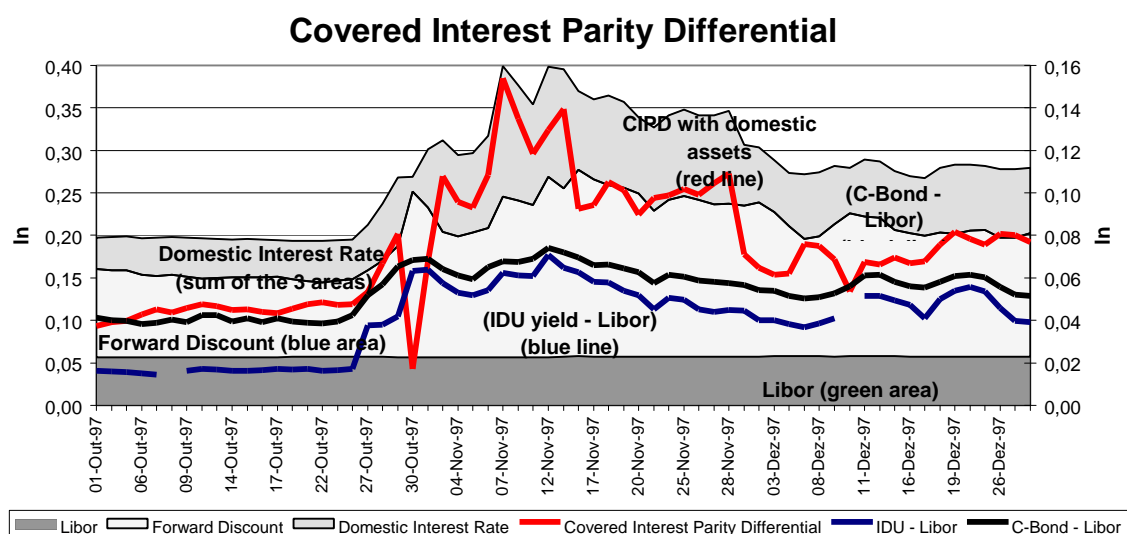
E há sempre um diferencial entre os três diferenciais, ou seja, geralmente o diferencial da paridade coberta calculado com o IDU corre por baixo, tanto daquele calculado com a NTN-D quanto daquele calculado com os futuros da BM&F. Por que isso acontece? Há várias razões e uma delas é que

esta figura está sendo feita sem impostos e obviamente você tem o Imposto de Renda e o IOF. Eu fiz contas com os impostos mas preferi não incluir porque vou falar do movimento do diferencial e, então, os impostos não são tão importantes, mas essa é obviamente uma razão. A outra razão é a estrutura a termo, quer dizer, o IDU é um título mais longo que a NTN-D que, por sua vez, é mais longo do que o mais longo dos futuros da BM&F.

Então, se as taxas de juros futuras estão invertidas, você espera que os juros caiam e conseqüentemente é natural que os títulos mais longos paguem menos do que os mais curtos nessa situação de estrutura a termo invertida. A outra possibilidade, é risco de base, porque em grande parte os investidores externos não têm acesso ao mercado comercial de câmbio para tirar o dinheiro, só o mercado flutuante e, portanto, a cobertura que se faz é usando o dado do mercado futuro comercial, é o que se chama, na tecnologia de mercado derivativo, de risco de base, e talvez alguma expectativa diferenciada de default nesses títulos. Sejam quais forem as razões, o fato é que você tem um diferencial sempre entre esses diferenciais calculados com a NTN-D e com os juros internos e aqueles calculados com o título externo brasileiro.

Então, só para ficar bem claro, as três séries medem exatamente a mesma coisa, o que é conhecido como Risco Brasil, que é quanto você exige a mais para o investidor externo ir aplicar em dólar no Brasil, sem correr risco cambial. A única vez que esse diferencial se inverte, que o diferencial calculado com IDU vai acima daquele calculado com os juros domésticos, é por volta de 19 de dezembro de 95. Que episódio é esse? É o episódio Tequila, o episódio da crise mexicana. O que acontece? Aumentou o Risco Brasil com o episódio mexicano, os títulos brasileiros caíram de preço, os seus rendimentos no mercado secundário aumentaram e o Banco Central não reagiu naquela época, no sentido de aumentar os juros o suficiente para restabelecer o status quo anterior, qual seja, que a linha verde e a linha preta teriam que correr por cima da linha vermelha. Qual foi o resultado disso? Tivemos perdas sucessivas de reservas no primeiro quadrimestre do ano de 1995.

O que ocorreu no último episódio?



O Gráfico 2 parece um quadro de arte moderna, mas vou pedir paciência a vocês para entendê-lo. Por motivos que vão ficar óbvios daqui a pouco, eu trabalho sempre em logs, só posso trabalhar em logaritmo porque não soma. A linha vermelha é o diferencial da paridade coberta, calculado com juros internos. Os valores estão em logaritmo e para transformá-los em taxas tenho que fazer exponencial desses, o que dá um pouco mais. A linha azul é o diferencial que é basicamente  $(1 + \text{a taxa do IDU})$  sobre  $(1 + \text{libor}) - 1$ , aí em logaritmo.

Notem então que temos uma diferença entre os dois, que deve ser lida nesta escala aqui, de cerca de 300 pontos base, e tudo vinha calminho, monótono... Ah, sim, além disso eu incluí a linha preta, que é a mesma coisa só que ao invés de usar o IDU, eu uso o C-bond. Então, é bem parecido e vocês vêem que até o dia 24, aquela sexta-feira que antecedeu a queda da Bolsa de Hong Kong, vocês tinham uma placidez total. Aí, na segunda-feira o que acontece? O preço dos títulos brasileiros caem e o rendimento sobe. O que acontece com os juros internos? Começam a subir. Estou usando juros de mercado futuro, então, os futuros reagiram, antecipando a ação que de fato veio a ocorrer com o Banco Central. Aí, eu pego esta linha vermelha - aí é que vai complicar um pouquinho - e a decomponto; o que eu tenho é 1 mais o diferencial da paridade coberta. Então, se eu passo logaritmos eu tenho a aditividade, eu tenho  $\log(1 + i)$  que é a taxa de juros interna, depois o desconto do mercado futuro, quanto ele cobra pela cobertura cambial e, por último, a taxa da libor. Essa são as áreas do gráfico 2. Então, a libor é mais ou menos 6% - tem que ser lida na escala da esquerda - em cima disso eu tenho o desconto futuro, que é a área azul, e por fim a área amarela é a diferença, ou seja, a área amarela na escala da esquerda é o mesmo que a linha vermelha na escala da direita. Desculpem a confusão, mas eu espero que isso fique claro daqui a pouco.

Então, o que acontece aqui, no dia 24 de outubro de 1997? Olhem o que está acontecendo? A área azul aumenta significativamente. O que isso significa? Que o risco cambial aumentou muito e o que

you are charging for the currency coverage in the futures increased a lot. Because of the condition of no arbitrage that exists between interest rates and futures, you notice that interest rates are also rising, or rather, the sum of the 3 areas is rising.

But notice what is happening at this point. It is noted that at this specific point, which is the 29/10 for the 30/10, you have interest rates, because the sum of the 3 areas is flat, and, at the same time, you have the future giving a jump, that is, you broke the conditions of arbitrage. It would have been great for any financial institution on that day, for example, to take reais and sell the future contracts, which were very high, and invest in dollars. Obviously, this was a crisis situation, and it is not as if you were a huge bank, you wouldn't do this, get stuck in a crisis situation, only a fool would do this. And, in fact, the banks did not take advantage of this apparent arbitrage, which opened the differential of the covered parity of the interest rate.

But, what is happening here? Then the interest rate discount increased a lot without the interest rates following. Then, what happens with the red line? It falls below the differential of the IDU, just as it happened during the Mexican crisis. What does this indicate? It indicates that this situation of normality between these differentials was broken and you had a start of a flight of capital, that is, on that night, the Central Bank raised the TBC and the TBAN from twenty and a few to forty and a few, which makes with the market, on the following day, react and you return to have this parity. Here, you have a lot of nervousness in the following week and gradually this comes to calm down and today you notice that the same differential between the red and blue lines, which existed at the beginning, at a slightly lower level, is the same that exists today, that is, the situation of tranquility regarding the differential between the differentials was regained, only that obviously the plateau is much higher. It was 2% and is now 4%.

Then, what is it that I want with all this confusion and with all these graphs? The idea is that when you do monetary policy today in an open economy, you have to look, among other things, when you raise interest rates, not only the condition of the banking system, level of activity, or cause a recession, which is the fiscal cost, etc., but also to look at all these differentials that obviously are reflecting conditions of equilibrium of the portfolio of foreign investors. Then, in a way, you are tied to these conditions and here I tried to start discussing some of these conditions.

In the measure in which you have, then, a monetary policy that has to be done, taking into account all these factors, a question that is posed is the following: "Then, when the Central Bank is wanting, for example, to counteract an speculative attack, will it be the more efficient way to do it by only raising the internal interest rates, obviously taking the fiscal measures — But this is another question; I don't want to enter into this and I only want to restrict it to the monetary and currency policy — or will it be the more economically and efficient, from the point of view of the policy objectives, for you to also intervene in the external markets, for example, by supporting the price of the bradys abroad? Then, it is as if you had to be attentive to two results of policy and have only one instrument; will it be using two not

seria mais eficiente? Eu realmente não tenho idéia da resposta e, então, queria apenas colocar como indagação. Obrigado.

## **MEDIADOR**

Passamos agora a palavra ao professor Fernando Hollanda Barbosa.

### **FERNANDO HOLLANDA BARBOSA - Não Revisado**

O título da sessão é “Aspectos Macroeconômicos do Fluxo de Capitais” mas eu talvez corte as três últimas palavras e coloque apenas Aspectos Macroeconômicos, fazendo uma exposição um pouco diferente, mas que tem a ver com fluxo de capitais, com os fundamentos da política monetária e cambial. O modelo que vou usar no quadro é um modelo tradicional que se usa em macroaberta, que é no fundo o modelo mundial *flemming* numa versão, num gráfico famoso de um economista australiano, chamado Swann. Esse gráfico é extremamente interessante porque revela coisas importantes a respeito ...

... mas a gente tem que raciocinar com o estado das artes e não pode ser de outra forma. Esse gráfico mostra a taxa de juros real no eixo vertical e a taxa de câmbio real no eixo horizonte. Eu estou simplificando e definindo câmbio real como sendo produto do câmbio nominal vezes o índice de preço internacional dividido pelo índice de preços externo... doméstico, e aí poderíamos fazer algumas coisas a mais e alguém poderia criticar. A exposição não vai ter nota de rodapé para garantir a credibilidade de quem está lhes falando, de maneira que não vou me cingir a aspectos técnicos e que certamente nós teríamos que fazer.

Existem ali duas curvas, uma chamada “EE” e uma chamada “II”. A curva EE é curva de equilíbrio externo. O que isso quer dizer? Quer dizer que se o câmbio real estiver muito elevado, entrada de capital elevada, se você reduzir a taxa de juros real, você tem que melhorar o câmbio real e depreciá-lo para que haja equilíbrio externo. Então, a curva é negativamente inclinada. De outro lado, se a taxa de juros real estiver baixa, os investimentos estão elevados e você pode ter uma taxa de câmbio real baixa; se você aumentar a taxa de juros interna, o dispêndio vai ser menor e conseqüentemente você teria que contrabalançar isso fazendo com que o câmbio real fosse mais elevado. Dessa curva aí, em equilíbrio de longo prazo, resulta uma taxa de juros real de equilíbrio e uma taxa de câmbio real de equilíbrio.

Vocês observem que isso independe do sistema cambial, seja câmbio fixo ou flexível, é claro que tem uma nota de rodapé aí, que o sistema cambial pode ser diferente, mas o montante disso eu acho que seria de segunda ordem, de maneira que esse gráfico reflete equilíbrio externo e equilíbrio interno para qualquer sistema de câmbio que tenhamos. E aí tem várias regiões, as regiões 1, 2, 3 e 4 são regiões que têm as seguintes características: na região 1, você está acumulando reservas e está certamente — aí está errado, quer dizer, o produto aí é menor do que o produto potencial e não maior — então, aqui, nesta Região 1 você está acumulando reservas e está com a economia com capacidade ociosa. Na Região 2,

você está perdendo reservas e está com capacidade ociosa. Na Região 3, você está perdendo reservas mas, por outro lado, está com um nível de produto acima do produto potencial e a economia está aquecida. Na Região 4, você tem ganho de reservas e o produto acima do produto potencial.

Quer dizer, de alguma forma, o Brasil estava na Região 1, ou seja, estava acumulando reservas e certamente com espaço ainda com o produto abaixo do produto potencial. O que aconteceu recentemente? O Brasil estava adotando uma estratégia de alto risco; a estratégia de alto risco era uma aposta que estava sendo feita de que você poderia fazer o ajuste fiscal de maneira gradual e reajustar o câmbio também de maneira gradual. Essa aposta dependia de duas coisas: de não haver crise internacional e de não haver crise doméstica. A crise doméstica seria uma crise política com uma possível ascensão, por exemplo, do PT, tornando inviável a candidatura ou a reeleição do Fernando Henrique Cardoso. Quer dizer, se o PT ganhasse o Governo, você não iria comprar Brasil, você ia vender Brasil. E da mesma forma, se houvesse uma crise internacional, as pessoas não iriam mais financiar o balanço de pagamentos brasileiro e certamente iriam passar a vender Brasil ao invés de comprar.

O que houve foi um deslocamento dessa curva EE. Imaginem que essa curva EE se deslocou para cima; mais ou menos, eu acho que os dados do Márcio mostram que houve um prêmio de risco maior e conseqüentemente o Brasil, que estava na Região 1, passou para a Região 2, ou seja, a crise levou a que você começasse a perder reservas e conseqüentemente, com a economia com capacidade ociosa, você passou para uma região que é perigosa, a Região 2 onde você tem queda de reservas e conseqüentemente um nível de atividades mais baixo do que o potencial.

Como proceder nessas circunstâncias? Gráfico 2, por favor. Imaginem então que, depois dessa crise, você estava no ponto zero. O que você tem que fazer é um pacote fiscal simplesmente para deslocar essa Curva II para baixo, quer dizer, o pacote fiscal é essencial nessa estratégia que, conseqüentemente, você desloca essa curva, que vai ter o equilíbrio de taxa de juros real mais baixa e um equilíbrio de taxa de câmbio real mais elevada. Esse é o objetivo do pacote.

Algumas pessoas estão falando que o Banco Central vai fazer uma estratégia gradual de redução da taxa de juros depois do aumento. Isso seria um absurdo porque a Curva II, com os juros reais mantidos elevados, o serviço da dívida iria comer os 20 bilhões e conseqüentemente essa curva se deslocar para cima novamente, o que não pode ser feito. De maneira que o Banco Central, nos próximos 60 dias, tem que reduzir de maneira substancial e abrupta a taxa de juros da economia, caso contrário, todo esse pacote não faz o mínimo sentido. Então, a primeira lição que temos que entender da seqüência de políticas econômicas que certamente devem ser postas em marcha e em Vítor é que, no futuro próximo, nos próximos 60 dias, quando a turbulência passar, o Banco Central tem que fazer uma redução abrupta da taxa de juros para níveis mais baixos, caso contrário teríamos um pacote fiscal completamente inviabilizado.



A questão que se coloca agora é a seguinte: a teoria geral do Keynes colocou duas questões fundamentais nas quais nós discutimos o tempo todo. Uma é a questão do Estado versus mercado, ou seja, até que ponto o mercado não funciona e nós precisamos regulá-lo. Essa é uma discussão que está aí e que, em geral, as pessoas que estão no Governo debitam ao mercado a crise ao invés de creditarem ao fundamentos da política macroeconômica. O que aconteceu na Ásia foi certamente erros de política econômica e erros de política econômica levam a ataques especulativos. Os ataques não vêm do nada, quer dizer, de repente se imagina que o Estado tem que regular os mercados; os mercados são muito bons provisores do que vai acontecer. Então, essa é uma discussão interessante. E a outra discussão do Keynes é a questão da rigidez dos preços; os mercados não são flexíveis e os mercados não reagem instantaneamente, a não ser os mercados de ativos, os mercados financeiros que refletem instantaneamente as condições de oferta e procura. Mas na vida real, os salários são rígidos, os preços são rígidos e existe rigidez.

Como pular do ponto E-zero para o ponto E-1? Se houve um pacote fiscal, o juro real vai baixar e o câmbio real vai se depreciar. Como fazê-lo? Uma estratégia, se o Governo continuar com a política de taxa de juros elevada e obviamente num período recessivo, vai ser provocar uma recessão; com uma recessão os preços domésticos caem e conseqüentemente o câmbio real se ajusta. Esse foi o caminho que a Argentina adotou; levou a 20% de desemprego na Grande Buenos Aires. Essa é certamente uma estratégia factível, possível, mas de elevado custo social, que não se justifica quando existem alternativas para resolver o problema.

Como resolver esse problema nessas condições? Obviamente, para você pular da taxa de câmbio real, que é Barra Zero para Q Barra Um, você tem que fazer uma desvalorização nominal da taxa de câmbio. Quer dizer, você tem que depreciar o câmbio e conseqüentemente tentar ajustar o câmbio real o mais depressa possível, o que significar dizer que o Governo, nos próximos 60 dias, deve mudar sua política cambial, se não quiser realmente ter um custo social extremamente elevado, de fazer o que o mercado vai fazer, mas a um custo bastante grande.

Visto isso, vou passar para o segundo ponto. Certamente o Governo poderia dizer que essa mudança de política cambial iria resultar numa queda de credibilidade, e que a Diretoria e o Presidente do Banco Central estão comprometidos com determinado tipo de política e que a mudança da política cambial iria implicar numa quebra de credibilidade. Certamente, esse é um argumento importante porque o Banco Central é algo extremamente simples de ser manejado por populistas. O Banco Central tem dois diretores, um deles, aqui, que mexe na mesa do câmbio; tem outro que mexe na mesa do dinheiro. Se o Demóstenes der uma ordem para que a mesa de câmbio compre ou venda dólares a um determinado preço, o funcionário do Banco Central vai fazer isso imediatamente; se o Chico der uma ordem para a mesa de dinheiro subir ou baixar, ela é feita imediatamente. O Banco Central independente é certamente uma maneira de proteger esse órgão tão importante do populismo exacerbado que tem rondado a América Latina e que tem feito do Banco Central um órgão bastante fácil de ser capturado por aqueles que não

entendem nem de política monetária e nem de política cambial, porque as ordens são bastante simples, quer dizer, um Diretor dá uma ordem para uma mesa e dá ordem para outra mesa, muda a política no mesmo dia. E construir credibilidade é importante porque essa Diretoria e esse Presidente do Banco Central tem que realmente ter a credibilidade do mercado.

O meu argumento agora vai ser o seguinte: será que esse sistema cambial que aí está é realmente um sistema crível no longo prazo? Será que é possível mantê-lo do jeito que está? E a minha resposta é “não”. Esse sistema é transitório e assim sendo por que se comprometer com alguma coisa que não é duradoura e que terá que ser mudada? Eu vou dar um exemplo e fazer uma crítica a algo que, em geral, não temos criticado. Eu vou fazer uma crítica a vinte e poucos anos de política cambial no Brasil e, para isso, passarei para o terceiro gráfico.

O ex-ministro Delfim Neto, em 1968, introduziu um esquema de política cambial que era baseado na minidesvalorização cambial. Esse esquema tinha como objetivo desvalorizar o câmbio pela diferença entre a inflação doméstica e a inflação internacional, quer dizer, manter o câmbio real constante. A lição básica da teoria econômica moderna é que ninguém, nenhum Banco Central, pode fixar variáveis reais. Esse é o grande artigo do Milton Friedman de 1968, que é o marco na macroeconomia moderna. Nenhum banqueiro central, no longo prazo, pode fixar variável real nenhuma. Obviamente, o Delfim tentou e todos os governos que se seguiram tinham como objetivo a fixação do câmbio real. Eu acho que esse gráfico ilustra de maneira cristalina o que pode acontecer nessas coisas. Uma coisa que pode acontecer é que o Ministro e Diretores tenham uma capacidade extraordinária de fixarem o valor realmente de equilíbrio; então, ele vai lá e acerta na mosca e fixa o Q-barra. É preciso entender que o economista não sabe fixar o preço de nada, de maneira que vai ser muito difícil que ele fixe o preço certo de alguma coisa. A história dos regimes de câmbio fixo é justamente essa: todos os regimes de câmbio fixo fracassaram porque os economistas certamente não sabem fixar esse preço fundamental na economia.

Então, o que pode se passar é que ele fixe o câmbio real acima do valor do equilíbrio. Ora, se fixar acima do valor do equilíbrio, o que vai acontecer nessa economia? Certamente, você vai ter um equilíbrio de longo prazo, digamos, na curva do equilíbrio interno em que a taxa de juros real é extremamente elevada. Com isso, você vai ter um desequilíbrio externo, vai entrar capital. O que se faz nessas condições? Você começa a usar instrumentos heterodoxos, faz a quarentena, bota IOF, regula de um jeito, regula do outro, que foi o que se passou no Brasil durante esses últimos 20 ou 30 anos. Por quê? Porque o sistema não funciona. Para o sistema funcionar, quando entrar capital demais, bota de quarentena no Banco Central, bota IOF, bota imposto de renda, bota alguma coisa para fazer com que a arbitragem não seja possível. O sistema de câmbio, durante todo esse tempo, foi usado com esses artifícios para que funcionasse.

Suponha por outro lado que acontece um choque e a taxa de câmbio real agora foi fixada abaixo e estão acontecendo choques o tempo todo, não é? Se você fixa abaixo, o que é que vai acontecer? Cria um outro problema porque a taxa de juros real, que equilibra o mercado de bens e serviços é uma taxa de

juros real que desequilibra externamente e começa a faltar a entrada de capital para financiar esse déficit. Consequentemente, o que você faz nessas condições? Bota controle na conta comercial, bota tarifa de importação, bota o dobro e sai por aí, bota subsídio nas exportações, cria crédito prêmio do IPI, cria crédito disso, crédito daquilo, e o sistema também não funciona, ou ainda, pega as empresas estatais, manda elas captarem lá fora, mesmo tendo prejuízo, e arrebenta as empresas estatais, como foram arrebentadas no Brasil com vários programas. De maneira que esse sistema de câmbio real que o Brasil adotou, vocês percebem que não é um sistema crível; pode funcionar por 20 anos, mas certamente não leva a um porto seguro e, certamente, agravou e contribuiu para a crise que tivemos na década de j80 e assim por diante.

O que precisamos fazer? Depois dessa experiência, depois dessa história, depois das lições, o que foi que nós aprendemos? Certamente, precisamos construir um sistema cambial que funcione, quer dizer, um sistema em que o Banco Central agora está usando, de fixar a taxa de juros real e ao mesmo tempo tentar perseguir o câmbio real não vai dar aquele ponto de equilíbrio, vai dar em algum ponto fora. Por exemplo, um mecanismo que teria que funcionar era, uma vez que você fixa a taxa de juros real muito elevada, vai entrar capital e o Banco Central não esteriliza e faz com que a taxa de juros comece a cair. Mas se o Banco Central esteriliza, ele impede a caída da taxa de juros. Então, o mecanismo que funcionaria deixa de funcionar porque o Banco Central impediu através da fixação arbitrária da taxa de juros. Esse sistema é muito complicado; fixar o câmbio em 0,5 ou 0,6% ao mês e ao mesmo tempo fixar a taxa de juros nominal e, certamente um sistema que tem que ser abandonado. Eu acho que o momento propício é justamente esse: desenhar um sistema cambial monetário que realmente seja um sistema de longo prazo e, aí sim, uma vez desenhado esse sistema o Banco Central vai ter a credibilidade porque ninguém vai duvidar de que esse sistema vai mudar. Agora, o sistema que está aí é um sistema transitório, que não tem condições no longo prazo de ser sustentável. Então, por que sustentar alguma coisa que é insustentável?

Existem duas oportunidades aí: uma é simplesmente ir para o câmbio fixo; faz-se uma minidesvalorização de 20%, em algum dia, nos próximos 60 dias e fixa o câmbio. Agora, se formos para a história, vemos que esse sistema não funciona e que mais cedo ou mais tarde o câmbio fixo leva sempre a grandes problemas macroeconômicos. Qual a saída? A saída é simplesmente acabar com esse gráfico tão bonito do Márcio. Como é que o Márcio nunca mais iria ter que desenhar esse tipo de gráfico? Simplesmente botando um câmbio flexível e deixando de ter ataque especulativo. O ataque especulativo só existe quando alguém segura um preço que é inseguro.

De maneira que eu acho que existe uma oportunidade muito boa no futuro próximo, nesses próximos 60 dias, uma vez que os fundamentos fiscais estejam no lugar, sem os quais nada deve ser feito. Então, uma vez que você realmente... a sociedade se convença de que esse pacote de 20 bilhões de dólares é para valer, uma vez que todos os mercados estejam refletindo a credibilidade nessa mudança de política fiscal, certamente existe espaço, observando o mercado — ninguém está dizendo que o Banco

Central deve fazer isso amanhã, mas certamente deve fazer no máximo em 60 dias, porque não faz o mínimo sentido pegar um paciente, colocá-lo na UTI com a taxa de juros desse tipo e deixá-lo lá por tempo indeterminado. A UTI é apenas um estágio transitório para que o paciente seja devidamente tratado, com instrumentos que permitam uma saúde duradoura e não alguma coisa transitória como aí está. Muito obrigado.

## **MEDIADOR**

Passo a palavra para o professor Sérgio Ribeiro da Costa Werlang, nosso terceiro debatedor.

### **SERGIO RIBEIRO DA COSTA WERLANG - Revisado por Terceiros**

Obrigado, Marcelo. No ano passado eu estive aqui, também a convite do Professor Rubens, e o título da minha palestra foi “Fatores Determinantes da Absorção de Poupança Externa e o Caso Brasileiro”. A macroeconomia não muda de um ano para outro e, então, essa primeira parte vai ser apenas para lembrar um pouco do que falamos no ano passado. Adicionalmente, comentaremos um pouco a situação atual com relação à absorção de poupança externa.

Ora, a absorção de recursos externos por um país tem que ser encarada da mesma forma que uma aplicação financeira num ativo qualquer, levando em consideração os seus principais determinantes. Quer dizer, se alguém vai investir dinheiro num país que não o seu, quais são estes determinantes? A taxa de retorno e o risco das oportunidades de investimento no país em questão, comparado com aqueles do seu país de origem. É assim que devemos olhar se uma pessoa vai ou não investir, vai ou não vai fazer uma poupança fora dos Estados Unidos, por exemplo, ou no Brasil; fora da Europa, por exemplo, ou no Brasil.

Os fatores, então — eu vou enumerar alguns —, que determinam o tamanho do déficit em conta corrente são as taxas de juros dos Estados Unidos, principalmente, como a principal alternativa de investimento fora do Brasil; as taxas de juros dentro do Brasil; as probabilidades percebidas de receber de volta o seu investimento —e aí inclui muita coisa como, por exemplo, reputação, o histórico de moratórias e renegociações, montante de reservas internacionais, etc., e a atratividade e o risco dos investimentos reais dentro do país. E nesse caso, muita coisa no Brasil está indo muito bem, a estabilidade regulatória, a estabilidade política, enfim, perspectivas de longo prazo de crescimento, etc.

O que eu fiz com a minha análise do ano passado foi o seguinte: eu fiz uma coluna, distribuí para todo mundo, onde coloquei o Brasil, em novembro de 1996, e comparei essa situação com o México, em dezembro de 1994, em relação a esses vários fatores, colocando uma análise muito simples de mais e menos e zeros ..... se a situação estava favorável, satisfatória ou desfavorável. Bem, de novembro de 1996 até outubro de 1997, eu olhei a minha lista de novo e observei que o Brasil piorou um pouco em relação à sua situação em novembro de 1996 em alguns poucos quesitos, e piorou muito num quesito

muito importante que foi o balanço comercial. Isso quer dizer que basicamente houve de fato uma deterioração relativa das posições de novembro de 1996 para outubro de 1997.

Claramente, isso se refletiu no fato de que o nosso déficit em conta corrente subiu para 4,3% do Produto Interno Bruto. Nesse ponto eu vou concordar com o Fernando Hollanda e acho importante deixar claro que isso é incompatível com a nossa política a longo prazo, com a nossa economia a longo prazo. Mas eu digo a longo prazo e faço questão de insistir nisso. A média do Governo Geisel, do déficit em conta corrente em relação ao Produto Interno Bruto, dos anos 74 a 78 — estou tirando 79 fora — foi de 4,25% do Produto Interno Bruto, ou seja, durante cinco anos, você conseguiu manter taxas nesses níveis. Já no Governo Figueiredo, pré-crise do México de 1982, ou seja, de 79 a 82, o déficit em conta corrente com proporção do Produto Interno Bruto no Brasil pulou para 6,01%. Houve a crise. Essa média de 1983 a 1994 caiu para 0,38% do PIB durante, então, 11 ou 12 anos.

Vejam bem, a longo prazo isso era incompatível, mas durou no passado muito tempo. Por isso, de uma certa forma, podemos entender o tipo de política econômica que foi tomada no Brasil como uma aposta. Era uma aposta de que esse número era sustentável no país, durante algum tempo. E essa aposta era o quê? “Bem, eu vou agüentar ainda com um déficit fiscal elevado, lentamente sendo diminuído, porque o déficit fiscal no Brasil está sendo diminuído, lentamente mas está, o câmbio está sendo desvalorizado em relação ao dólar, lentamente mas está, então, nós vamos fazer uma aposta de que vamos agüentar o nosso déficit em conta corrente em níveis relativamente elevados, até as eleições, e no ano de 1999 começamos os ajustes para valer, diminuindo mais rapidamente, principalmente a pressão governamental sobre a despesa, ou seja, o Governo gastando demais.

A crise da Tailândia, em julho, mostrou que parecia que o Brasil tinha razão, ou seja, parecia que a equipe econômica e que o Governo tinha razão como um todo, ou seja, passou a crise, houve uma oscilação, etc., e aí ficamos, inclusive, depois da reunião do FMI, no início de outubro, a América Latina, quase como um todo, saiu com um atestado de bons antecedentes passado pelos organismos internacionais de que, na verdade, a América Latina era diferente da Ásia, etc., e parecia que estava tudo bem. Até que veio a crise de Hong Kong. Na crise de Hong Kong ficou claro que infelizmente essa aposta não deu certo; podia ter dado, mas não deu.

Agora, o importante foi que o Governo agiu de imediato. Eu acho que isso é fundamental e vou discordar fundamentalmente do Fernando Hollanda no seguinte ponto: eu não acho que é necessário, a curto prazo, haver uma desvalorização cambial grande. Por quê? Bom, em primeiro lugar, o Governo reagiu de imediato e a primeira medida foi alargar o mercado de ativos dolarizados. E se vocês levarem em consideração a quantidade de reservas que foi perdida e, depois da crise do dia 23 de outubro, a quantidade de reservas que foi perdida, a quantidade de dólares futuros vendidos pelo Banco do Brasil e a quantidade de títulos públicos denominados em dólares no Brasil que foram vendidos, vocês fazem uma conta simples e chega, mais ou menos, a 38 bilhões de dólares de ativos dolarizados que foram lançados no mercado. Boa parte desses ativos já venceram com essa virada recente do dia 1º na BMF.

O aumento da taxa de juros então, também logo a seguir — e nesse ponto é realmente importante que esse aumento não seja de longo prazo porque o custo é muito grande —... para vocês terem uma idéia, se o juros continuassem nos níveis de novembro pelo ano inteiro, isso representaria um déficit nominal maior do que o déficit nominal que nós observamos em 1995, mesmo que o pacote fiscal tivesse sido aprovado em sua totalidade, ou seja, era insuportável, era uma pressão de juros insuportável. Então, o aumento de juros foi importante no curto prazo e espero que ele possa continuar baixando com uma velocidade razoável, e veio imediatamente um famoso pacote fiscal de aproximadamente 20 bilhões de reais, aproximadamente 2,2% do Produto Interno Bruto, em termos primários.

Muito bem, vamos olhar um pouquinho para 1998 e vamos fazer um teste de caso-limite, ou seja, aquele teste assim: suponhamos que não se refinance nada, suponhamos que o Brasil não consiga mais nenhum tostão de investimento, a não ser investimento direto em privatizações. Vamos fazer uma conta e a conclusão a que vamos chegar é que tem espaço. Então, em primeiro lugar, fazendo uma conta aproximada de que haja uma queda rápida dos juros para uma média, no ano que vem, de 27% nominal, o déficit no ano que vem ficará, após o pacote, em 4,2% do PIB, o déficit nominal total do Governo. Isto é uma queda aproximada de 8 bilhões de dólares em relação ao déficit nominal total deste ano. Se supusermos, como tem mais ou menos sido o comportamento recente, que a poupança externa, hoje, essencialmente, financia o Governo, ou seja, o que se poupa externamente, na verdade, se despoupa pelo setor público, a diminuição da despoupança do setor público faz com que mais ou menos tenham uma diminuição de necessidade externa de financiamento dessa despoupança, aproximadamente, de 8 bilhões de dólares também.

Ora, fazendo essa conta, vemos que o déficit em conta corrente, em 1997, seria na faixa de 26 a 27 bilhões de dólares. Muito bem, só que se lembrarmos que vamos ter muita privatização daqui até lá, fazemos uma conta que facilmente podemos conseguir 25 bilhões de dólares em recursos externos, através da privatização, incluindo aí, claro, essa medida muito importante, muito interessante, da possibilidade da venda de recebíveis de Itaipu —esse é um fato muito importante, que foi pouco comentado, mas é de enorme importância, acho eu, na captação externa do setor público no ano que vem. Então, conseguimos uns 25 bilhões de dólares de recursos externos só com as privatizações, o que cobriria o nosso déficit em conta corrente e, é claro, vamos supor ainda um caso que não haja nenhuma renovação, no ano que vem, de eurobônus de empresas brasileiras. Nesse caso, podemos fazer uma conta aproximada, levando em consideração que vários desses eurobônus têm opções que se chamam de “put” em três anos, dá um valor aproximado de 20 bilhões de dólares de vencimento ano que vem. Ora, o Governo ainda tem 50 bilhões de dólares de reserva e pode perder mais 20. Então, olhando o caso limite extremo de absolutamente não entrar um tostão ano que vem, a não ser em privatizações, o que é obviamente um exagero completo, podemos ver que existe algum espaço e vê que o Governo tem uma boa folga.

Uma questão que se faz, então, é a seguinte: Bom, e em 1999 — porque realmente eu estou parando em 1998 e privatização só tem um X para vender? Ora, em 1999 nós temos um fato muito positivo recente que foi a aprovação, pela Câmara dos Deputados, da Reforma Administrativa, principalmente o dispositivo que permite a demissão de funcionários públicos, toda vez que o gasto na folha de pagamentos excede 60% da receita líquida. Isso é de fundamental importância, já hoje em dia, para Estados e Municípios e caso o Supremo Tribunal Federal estenda para todo o funcionalismo público federal o aumento de 28,86%, concedido no início deste ano, para 11 funcionários, será necessário utilizar esse instrumento no Governo Federal em 1999. Portanto, o fato de ter sido aprovado na Câmara foi muito importante.

Vem a pergunta: E aí, há alguma garantia que em 1999 essa reforma estará aprovada? Porque ainda precisa passar pelo Senado... A probabilidade, a meu ver, de passar essa reforma no Senado é enorme por duas razões. A primeira razão é que o Senado tem votado junto com o Governo mais vezes, mas eu acho que a razão mais importante é que mais de 40 senadores são candidatos a governos estaduais e o interesse de algum candidato é pegar um estado com condições de governabilidade. Ora, então, todos os governadores têm interesse total de aprovar a Reforma Administrativa para poderem dispor de instrumentos de governar os seus estados e, portanto, eu acho que a probabilidade de o Senado aprovar, uma vez passada na Câmara, é muito elevada. Então, eu sou mais otimista do que o Fernando Hollanda, porque eu acho que em 1998, no caso de um pior cenário, ainda tem espaço, e de 1999 em diante, a Reforma Administrativa, com grande chance de estar aprovada, pode ser utilizada para atingir o que falta no setor fiscal.

Por fim, quero lembrar que, embora a situação fiscal tenha melhorado para o ano que vem, ainda assim, teremos um déficit muito elevado, que é 4,2% do Produto Interno Bruto e que ainda é um déficit nominal muito elevado. Então, a situação não está tão rósea assim, em termos de “podemos soltar o câmbio, porque tudo ficará bem”, porque ainda há uma pressão fiscal muito forte porque ainda temos um desequilíbrio fiscal muito forte. Acho que depois dessas medidas, depois da aprovação de todas as medidas e, principalmente, depois da resolução que ficou claro que o FMI basicamente oferecerá essa conta garantida para todos os países que dela necessitarem — não é o FMI sozinho, o FMI coordena essa espécie de conta garantida — eu acho que a probabilidade de aprovação, hoje em dia, da necessidade da desvalorização extra, diminuiu bastante. Obrigado.

***Obs do Editor- A Palestra do Professor Aluisio Araujo não foi transcrita por ser muito difícil a revisão por terceiros, em virtude dos gráficos apresentados. .***

## **MEDIADOR**

Passo a palavra para o Dr. Demóstenes Madureira de Pinho Neto, Diretor do Banco Central, que sumará as diversas apresentações até agora ocorridas.

## **DEMÓSTHENES MADUREIRA DE PINHO NETO – Revisado**

Primeiro, eu queria agradecer o convite do Professor Rubens para estar presente neste Seminário e obviamente que, quando o Seminário foi planejado, não contava que ia ter uma popularidade tão grande, devido à situação internacional razoavelmente turbulenta que acabou acontecendo.

O que eu vou fazer aqui basicamente é, como não podia deixar de ser, dar a minha interpretação para o que foi dito ou alguns pontos que eu julgo mais importantes nas intervenções de todos os palestrantes. Eu acho que, inicialmente, existe uma divisão, eu diria, entre aqueles que acreditam que o que ocorreu impõe uma descontinuidade, do ponto de vista de fluxos de capital, na manutenção de um cenário que vinha se desenvolvendo de uma forma razoavelmente tranqüila pré-crise, e aqueles que discordam daquela visão, se eu assim puder colocar. Não estou querendo dizer aqui obviamente que voltaremos de uma forma integral ao mundo pré-outubro; estou apenas salientando a questão da continuidade versus descontinuidade.

O Márcio colocou questões bastante interessantes, em termos de o que é que determina o comportamento do investidor e em termos de diferenciais de juros, títulos internos e títulos externos, e colocou uma questão também a meu ver complexa que é o questionamento se o BC deve intervir ou não nos mercados de bradies, como digamos assim, um instrumento a mais de resposta a situações desse tipo, além da elevação de juros internos. Eu confesso que não tenho a resposta; é uma questão complexa e quero apenas lembrar que a intervenção no mercado de bradies pode resultar em perdas substanciais de reservas, principalmente em momentos de grande turbulência internacional.

O Fernando Hollanda, eu acredito, tem uma visão um pouco mais na linha da descontinuidade, com implicações importantes obviamente para a política que vem sendo implementada pelo Banco Central, julgando que existem mudanças que deveriam ser feitas na política cambial que está sendo implementada pelo Banco Central. Eu acho que ele colocou uma questão importante, a saber, sua colocação sobre regimes de câmbio fixo, que eu diria ser, pelo menos a nível da literatura, um pouco mais polêmica de ser avaliada historicamente: é muito complicada essa análise do que é melhor, se um regime de câmbio fixo ou um regime de câmbio flutuante. Se nós olharmos o período do chamado Padrão Ouro Clássico, aquele que vai de 1880 até 1914, seguramente existem argumentos para se dizer que foi um regime que funcionou de forma extremamente “smooth”, extremamente tranqüila, propiciou crescimento econômico bastante interessante para os principais players, ainda que não tenha sido um regime livre de crises. Obviamente, todos nós sabemos que crises são recorrentes, mas o que eu queria salientar é que é um pouco, eu diria, no mínimo, mais complexo se avaliar essa questão de câmbio fixo vis-à-vis câmbio flutuante, principalmente quando temos a evidência empírica dos países desenvolvidos pós-colapso de Bretton Woods. Evidência essa que não é de forma alguma livre de contestação ou nenhum grande exemplo de funcionamento magnífico de um regime de câmbio flexível. Enfim, eu apenas estou querendo salientar aqui que não é uma questão trivial, simplesmente afirmar que regimes de câmbio fixo são conceitualmente inferiores a regimes de câmbio flutuante.



Eu discordaria muito pouco do que o Sérgio falou. O Sérgio está claramente convicto de que haveria uma continuidade no que vem ocorrendo a nível financeiro internacional. Assim, eu acho que a numerologia que ele apresentou é uma numerologia extremamente factível de ocorrer no próximo ano e, principalmente, pós-99.

Finalmente, o Aloisio mostrou, de uma forma bastante rica, diversos modelos e alguns números, ilustrando os chamados custos de um regime de câmbio fixo. Eu acredito que existe essa discussão - e aí eu entraria um pouco no que é a minha visão dessa história, saindo um pouco da visão dos palestrantes da história. Antes disso, eu queria destacar um ponto mencionado pelo Aloísio, que eu acho que é importante, que é a questão da associação da defesa de um determinado regime cambial a transformações estruturais sem precedentes, precisamente o que ocorreu na Argentina, e o que, num certo sentido, essa crise pode gerar em termos de oportunidade no Brasil. Toda crise gera uma grande oportunidade e eu acho que nós estamos tentando aproveitar essa oportunidade, para avançar em diversas áreas onde, por diversos motivos, foi muito difícil avançar no passado e acho que seria difícil avançar no futuro sem a crise.

Existe essa questão do que é que aconteceu, se foi ou não um ataque especulativo. Eu acho que é uma questão semântica, talvez até de importância menor mas o fato é que ocorreu algo bastante intenso, uma turbulência internacional muito forte, e eu diria que ataques especulativos na forma como nós nos acostumamos a observar historicamente têm características muito distintas dessa turbulência pela qual passamos. Eu diria até que foi uma turbulência generalizada: alguns países foram mais afetados do que outros por diversos motivos, sendo que alguns desses motivos, obviamente, estão relacionados a fundamentos e outros estão relacionados à liquidez de determinados instrumentos e, ao nível de alavancagem, possibilitado por essa liquidez que, não estão diretamente relacionados aos chamados "ataques especulativos" clássicos.

Mas, essa talvez seja uma questão, uma qualificação menor, e eu acho que realmente a situação que se deflagrou na Ásia reflete uma perda de credibilidade de diversos países, de todo um modelo de desenvolvimento daquela região, do Sudeste Asiático e do Leste da Ásia, modelo esse que foi implementado durante as duas últimas décadas e que resultou em uma situação bastante dramática: quando nós observamos o nível de "total credit outstanding" na média dos países asiáticos, nós estamos falando de cifras na casa de 150, 180, 200% do PIB, ativos bancários fortemente viesados para o setor imobiliário, enquanto em diversos outros países essas cifras são substancialmente inferiores, na casa de 50 ou 60% do PIB para os países mais desenvolvidos e, no caso do Brasil, nós temos algo em torno de 33% do PIB.

Portanto, eu acho que não há comparação possível entre fundamentos nessa região da Ásia, principalmente Tailândia, Malásia e Coreia do Sul - nos menores eu até acho que existe uma situação um pouco distinta -, com o que nós assistimos na América Latina. Na América Latina, nós vemos uma melhoria gradual de fundamentos e o que se assiste na Ásia é o fim de todo um processo de desenvolvimento e, aí sim, acho que a descontinuidade da qual falei acima se aplica.

De fato, quando nós olhamos o cenário, hoje - e eu queria enfatizar um pouco a minha convicção no que estou chamando de "continuidade modificada" - nós vemos ainda diversas incertezas no horizonte e eu, ao menos, ressaltaria três: a Coreia do Sul, ainda que aparentemente, tenha equacionado os seus problemas com esse auxílio fenomenal do Fundo Monetário Internacional e com isso eu acho essa nuvem seria um pouco menos densa, problema que está se equacionado; ainda existem alguns outros cuja dimensão nós não temos certeza absoluta, em particular o Japão, e, também, o caso russo do qual muito se fala e pouco se sabe. Eu acho, no entanto, que a reação do mercado, se olharmos o que está acontecendo nos últimos 10 dias, de fato, nós assistimos um início de dezembro muito melhor do que as expectativas que existiam anteriormente.

É bom frisar que dezembro é um mês profundamente adverso, do ponto de vista de fluxos de capitais todos os investidores já fecharam seus livros antes do Thanksgiving e portanto a possibilidade de se fazer uma nova emissão encontra um deadline muito firme na terceira semana de novembro e, assim, o que se tem hoje é sazonalmente um período bastante adverso. E nós que esperávamos por um período bastante adverso estamos assistindo a algo bem melhor, pelo menos até agora. Só quero lembrar que alguns preços de papéis brasileiros já voltaram quase a níveis pré-outubro, como por exemplo o C-bond que já está sendo comercializado a 78-79, quer dizer, um pouco abaixo do nível que era comercializado pré-crise.

Isso não significa, de forma alguma, que se deva menosprezar o que ocorreu, a gravidade da situação e sim, observar que o mercado está fazendo nitidamente uma clivagem entre Ásia e América Latina/demais emergentes. Eu acho que essa clivagem, em boa medida, está relacionada à melhoria pelo menos potencial, dos nossos fundamentos; de fato, o conjunto de medidas - é só uma questão de fazer as contas - que vai gerar os 20 bilhões de reais dará um alívio fiscal substancial no ano que vem. Esse alívio pode não ser 2,2% do PIB porque se perde um pouco em juros, se perde com receitas fiscais no ano que vem, mas sem dúvida se terá uma redução do déficit consolidado do setor público substancial.

E só para voltar aos números que o Sérgio mencionou, algo em torno de 4% do PIB não está muito fora da média européia, ainda que esse não seja um objetivo que nos satisfaça. Acho que temos que perseguir, e vamos continuar perseguindo, algo muito mais ambicioso do que isso. De forma que, ainda que respeite as visões contrárias, de que essa crise impôs de fato uma descontinuidade e essa descontinuidade resultaria inevitavelmente num "constraint" muito mais forte para o Governo Brasileiro manter o mix de política que vem mantendo, eu acredito que a resposta que nós demos, em termos de aprovação de reformas que sinalizam melhoria de fundamentos no futuro, é absolutamente consistente com a manutenção de uma determinada combinação de política que nós vimos implementando nos últimos dois anos. Eu acho que isso é um fato e, de forma alguma, nós teríamos intervindo e respondido energeticamente a essa situação adversa, se tivéssemos considerando qualquer coisa diferente da manutenção da política cambial que temos implementado nos últimos dois anos.

Eu acho que o Brasil não tem um regime de câmbio fixo, é importante que isso seja lembrado. O Brasil tem um regime cambial que tem logrado uma desvalorização gradual real do câmbio, vis-à-vis o dólar, nos últimos 12 meses, de algo na casa de 5% em termos reais e esse regime será mantido. Isso é um

fato, e a forma que nós utilizamos para sustentar a manutenção desse regime é e será a melhoria dos fundamentos fiscais como fizemos através do conjunto de medidas que estão sendo aprovadas atualmente no Congresso, tanto quanto as reformas constitucionais que sinalizam, melhoria fiscal a partir de 1999.

Eu não vou me alongar, mas queria apenas deixar muito claro a minha posição a esse respeito, quer dizer, a nossa posição é e continua a ser que temos que atacar os desequilíbrios de frente, e, mexer no câmbio é a forma, sempre foi a forma, mais confortável, o caminho mais fácil de se ocultar estes desequilíbrios, de precisamente se ignorar o que existe ainda em termos de custo Brasil, de ineficiências e de diversos outros problemas que precisam ser enfrentados de frente e com coragem, e esses problemas são de natureza fiscal, são de natureza tributária, não são de natureza cambial. É óbvio que isso requer uma ação bastante enérgica, uma disposição muito grande para melhorar os fundamentos e é isso que nós vamos fazer nos próximos meses, nos próximos anos e para isso o Congresso tem colaborado de uma forma bastante intensa, no sentido de aprovar uma série de reformas que precisam ser votadas com uma certa urgência.

Era basicamente isso o que eu tinha a dizer. Eu agradeço até porque tenho que pegar um avião de volta para São Paulo, não vou me alongar mais. Muito obrigado.

#### **MEDIADOR**

Antes de passar a palavra à platéia, eu gostaria de abrir a oportunidade ao professor Fernando Hollanda, com quem houve uma discordância maior em termos de visão do futuro próximo, colocar os seus pontos e descrever talvez um pouco mais suas concordâncias ou discordâncias em relação ao que ouviu.

#### **DEMOSTHENES MADUREIRA DE PINHO**

Eu só quero pedir desculpar porque vou ter que sair.

#### **FERNANDO HOLLANDA**

O professor John Williamson tem um livro de macro aberta do qual constam as famosas condições de Marshall-Lerner: se as elasticidades não foram satisfeitas, significa que se você desvalorizar o câmbio, você, em vez de melhorar a conta, pioraria. Agora, que Governo, que equipe econômica teria a coragem, se alguém lhe dissesse que as condições de Marshall-Lerner não são satisfeitas, numa situação de déficit em conta corrente, ao invés de depreciar o câmbio, apreciá-lo? Obviamente, ninguém faria isso.

Então, imaginar que um regime de câmbio administrado vai induzir às reformas necessárias, eu acho que é um argumento extremamente interessante, brilhante, mas que eu não daria muito peso, do ponto de vista prático. Eu acho que a questão das mudanças essenciais que existe no Brasil é a questão da

estabilização, ou seja, manter a qualquer custo a inflação em nível baixo. Quer dizer, se o Banco Central tivesse a tarefa e isso for um custo para a sociedade, certamente vai induzir a mudanças. Querer usar o exemplo da Argentina, eu acho que não é bom; o exemplo da Argentina foi uma hiperinflação aberta, uma hiperinflação aberta significa a mesma classe média chegou ao meio do mês e não tinha mais dinheiro para comer, teve que saquear supermercados na Grande Buenos Aires. Então, a hiperinflação aberta certamente induziu as reformas necessárias que ocorreram na Argentina. Se formos analisar a questão política brasileira, eu acho que houve, no início do Governo Fernando Henrique Cardoso, uma mudança de rota que, ao invés de se fazer as reformas logo de saída e fazer tudo aquilo que seria necessário, o Governo Fernando Henrique Cardoso desviou a rota e foi para a reeleição. Com isso, entrou numa estratégia que é de alto risco.

O sistema cambial é extremamente fundamental e é insustentável o Governo Brasileiro querer adotar um sistema que não é um sistema, e aí eu também discordo com a questão do câmbio flutuante. O câmbio flutuante certamente tem riscos, quer dizer, a volatilidade é muito maior; se você pagar a variância que tem ocorrido no câmbio flutuante, certamente é maior do que o câmbio fixo. Mas no mundo em que se tem choques reais, o câmbio, sendo flexível, toma conta muito mais rápido desse problema. Se você tivesse choques financeiros, certamente seria preferível ter um câmbio fixo.

Então, a questão cambial aí poderia ser discutida desse ponto de vista teórico, mas do ponto de vista prático, eu acho que para se fazer uma discussão mais informada no Brasil, a questão fundamental é olharmos para a nossa história econômica e verificar que nenhum sistema cambial brasileiro, em que o Governo, de uma maneira ou de outra, intervém no câmbio, tem funcionado a longo prazo. De maneira que eu acredito que esse sistema que aí está certamente pode funcionar talvez por mais um ou dois anos, mas no futuro vai ter que ser mudado.

## **MEDIADOR**

Passemos às perguntas.

## **AUDITÓRIO**

Eu pediria que, na resposta, não fosse considerada a condicional “se”, porque se eu considerar a condicional “se”, eu resolvo todos os problemas. Existem três condições que expõem os países a um ataque especulativo: finanças desorganizadas, desarmonia no valor das moedas e sistema financeiro frágil.

De outro lado, o ajuste fiscal praticamente não tenha efeito porque parcela considerável das receitas são para atender a despesas do custo da dívida e aí existe uma injustiça ainda muito grande, é que

os recursos estão saindo das classes menos favorecidas para pagar juros às classes mais favorecidas, que detêm os papéis do Tesouro e do Banco Central.

Então, a minha indagação é muito simples: como fica o Plano Real, mesmo a curto prazo, sem a condicional “se”?

### **SERGIO WERLANG - Revisado por Terceiros**

Obrigado... Bom, eu não vou responder com condicional, mas por outro lado também, eu não posso te dar uma resposta com toda a certeza, vou te dar uma resposta com probabilidades do que eu acho que vai acontecer, completamente subjetiva e já mudei de idéia algumas vezes ao longo desse mês e meio que passou.

Então, eu diria que hoje em dia, a gente tem mais ou menos uns 60% probabilidades de que não haja nenhuma modificação na política que foi descrita pelo Demóstenes e que parece que o Governo está implantando, que é diminuir a taxa de juros e continuar o processo de desvalorização antigo e não vai ser nem necessário recorrer ao FMI nessa conta garantida. Com mais uns 25% de probabilidade, eu diria, hoje já tendendo quase para 30, que nós conseguiremos manter tudo isso, mas sendo necessário para isso fazer jus a um aporte de recursos desse tipo conta garantida do FMI, e com a probabilidade residual, eu diria que não terá jeito, teria que desvalorizar entre 10 e 15% de chance. Isso é o mais objetivo que eu posso ser, é impossível fazer qualquer outra previsão mais objetiva que essa.

### **MEDIADOR**

Alguma outra pergunta? Então, gostaríamos de agradecer a presença de todos...

### **PERGUNTA**

Queria que o professor comentasse um modelo que foi colocado por um economista de um banco estrangeiro, falando para a Ásia, mas acho que serviria para o Brasil. Ele disse que entre fixo e flutuante, ele sugere um currency board sujo, quer dizer, dado variações na taxa de câmbio, você teria regras para controle da liquidez da economia. Então, se o câmbio começa a desvalorizar, você é obrigado a reduzir a liquidez da economia se refletindo em juros, então, você não defende a paridade, mas eleva, de acordo com a flutuação. A idéia dele é tentar amortecer os ajustes que você tenha que fazer na taxa de câmbio.

### **RESPOSTA**

Eu não conheço essa proposta, mas acho que um país rico pode se dar ao luxo de tentar coisas novas; um país pobre nunca deve experimentar novas políticas. O Brasil experimentou com o cruzado; deu errado e o custo foi realmente muito grande para a sociedade. Alguns países do Cone Sul

experimentaram com o enfoque monetário do balanço de pagamentos, com as famosas tablitais; também deu errado. Por que nós, países pobres, vamos ter que experimentar regimes novos, quando já existem dois regimes consagrados? A questão é escolher e implementá-lo. O câmbio fixo requer um controle efetivo do crédito doméstico líquido; todo sistema de câmbio fixo em que o Governo não controla o crédito doméstico líquido, seja crédito para o setor público, seja crédito para o setor privado, termina por um ataque especulativo. De maneira que será que nós vamos ter a disciplina suficiente para ir para o câmbio fixo? Será que o Banco Central tem essas condições? Se tiver, implementemos o câmbio fixo, mas se for difícil ao Banco Central resistir a demandas do setor público ou do setor privado, é melhor um câmbio flexível. De maneira que eu não tentaria algum medicamento novo. O Brasil não é um país aidético e nem tampouco com câncer terminal para tentar alguma medicação que alguém não tenha provado antes.

#### **MEDIADOR (Marcelo Serfaty) - Revisado**

Eu ia ser Moderador e não excitador e é por isso que eu fiquei tanto tempo calado, mas, fazendo uma observação muito rápida sobre a nossa visão relativa das coisas — e aí eu vou olhar sob dois canais de avaliação... Olhando sob a ótica do professor Aluísio Araújo, nossos cálculos de déficit público para o ano que vem superam fortemente o melhor número que ele apresentou; se você considerar o real impacto desse pacote fiscal, ele não é de 20 bilhões, 20 bilhões era sobre valores orçados e, portanto, ele é de apenas 1% do PIB e conseqüentemente, isso nos levaria a um superávit primário de 1,8% do PIB, e se a taxa de juros ficar na faixa de 30%, há um déficit na faixa de 5% do PIB, o que nos levaria, no modelo dele, a uma situação de risco de ataque especulativo fortemente superior ao inicialmente previsto. No mesmo sentido, por outras razões, olhando o que foi dito pelo professor Sérgio Werlang, o problema da privatização, os tais 25 bilhões de dólares, hoje, dependem e normemente, primeiro, da liquidez mundial sobre a qual pende uma espada de Dâmocles, uma vez que, além do problema asiático que ainda não está totalmente resolvido, mas cuja complexidade avança pelo problema japonês, nós também temos a questão da existência ou não ou da manutenção ou não do conceito de novo paradigma, nos Estados Unidos, que, se for mais questionado pelo mercado ou apenas questionado pelo mercado ao longo do próximo ano poderá provocar flutuações na taxa de juros internacional/num cenário de fogo, como eles chamam, num “fire type of scenario” a la Stephen Road ou num cenário a la Barton Biggs, uma desaceleração de lucros que provocará oscilações dramáticas na Bolsa.

Essas duas combinações, novamente, nos colocam sob a égide de uma grande intranquilidade. E aí eu tenho muitas dúvidas se a Bolsa norte-americana caindo fortemente ou sofrendo um ajuste maior e taxa de juros sob compressão, nós teremos tanto interesse em participação estrangeira na privatização

brasileira a ponto de podermos realizar 25 bilhões de dólares de entrada de capital externo via privatização. A realidade recente é que nós estamos num processo em que os ágios estão muito elevados, anteriormente porque o sistema de câmbio fixo retirava qualquer percepção de risco de alteração ao longo do tempo por parte do investidor comprador e ele, portanto, se alavancava sobremaneira, comprava com 30% de equity e 70% de dívida, na tranqüilidade de um fluxo de caixa totalmente previsível, porque os preços que seriam praticados pelas empresas estatais eram completamente fixados ex-ante pelo Governo. Agora, nós temos um risco cambial aí dentro e temos o risco de assistir as casas matrizes com as suas ações sofrendo ajuste nos seus respectivos mercados, além de que o custo de financiamento para o Brasil sobe, o que implicaria, portanto, em volume de equity maior e preços mais baixos.

O que nós estamos assistindo, no momento, é um financiamento muito forte por parte do Governo para as privatizações. Nós vimos isso em todas as recentes, na Paulista de Força e Luz que foi comprada por um grupo brasileiro, a VBC, ao lado da Previ, com o financiamento do BNDES; nós vimos na Energipe, nós vimos, enfim, em toda a seqüência de privatizações recentes. Não testamos a hipótese desse capital realmente estar disponível.

Então, eu acho que o volume de incertezas quanto, primeiro, à disponibilidade de liquidez para financiar o Brasil; segundo, para financiar essa privatização, ainda que o mercado americano vá bem; terceiro, na própria questão de captação e rolagem de papéis, se essa rolagem não seria exígua em sua maturidade, a ponto de nos levar a um problema dramático em 1999, se ela vier a acontecer, quer dizer, seja por essa ótica, seja pela ótica da questão do déficit público que ainda persiste como eu acabei de fazer um pequeno sumário, eu acredito que os motivos de preocupação transcendem a nossa própria eficácia em fazer reformas. As reformas são, se dúvida nenhuma, uma condição absolutamente necessária para que você não tenha uma sucessão de ataques acontecendo de uma maneira incontrolável e até mesmo voraz. Mas não são condição suficiente; nós precisamos de mais hoje, nós precisamos ou de um ajuste fiscal feroz e bastante maior do que esse que foi feito, ou de uma combinação de redução de déficit potencial com ajuste de câmbio, ou então acreditar que o cenário internacional nos será muito benigno e por um bom tempo.

Mas Moderador não deve falar, então, desconsiderem, por favor. Muito obrigado a todos.

### PAINEL III

#### SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

Presidente da Mesa:

- Saulo Queiroz - Deputado Federal

Mediador:

- Ernane Galveas - Ex-Ministro da Fazenda e Cnc

Debatedores:

- Alkimar Moura - Ex-Diretor do BACEN e Pesquisador do CERES da EPGE/FGV
- Cesar Maia - Ex-Relator do Projeto de Reforma do Sistema Financeiro e Ex-Prefeito do Rio de Janeiro
- Gustavo Loyola - Ex-Presidente do Banco Central do Brasil e Pesquisador do CERES da EPGE/FGV



### **PAINEL III – SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL**

#### **PRESIDENTE**

Meus senhores, bom dia. Eu tenho que anunciar que eu sou o deputado Saulo Queiroz, porque no programa a Presidência deste painel estava consignada para o Deputado Gonzaga Mota, que é o Presidente da Comissão Especial que cuida, na Câmara, da regulamentação do Artigo 192 da Constituição. Todavia, o deputado Gonzaga Mota teve que viajar ao exterior e aí ocorreu a dupla substituição, porque o Professor Rubens havia me convidado para presidir este painel e eu não podia vir porque também tinha um compromisso de viagem ao exterior e sugeri o nome do Gonzaga Mota. No final, ele teve que viajar e eu acabei tendo que ficar e, pelo menos na minha avaliação, seria muito importante que alguém da Comissão estivesse presente e eu sou o relator dessa Comissão Especial, encarregada de regulamentar o Artigo 192 da Constituição.

O mediador deste painel é o ex-ministro Ernane Galvêas, a quem eu passo a condução dos trabalhos.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVÊAS - Revisado**

Muito obrigado, Presidente. Nós estamos começando com um pequeno atraso, como é muito natural no Brasil, mas vamos tentar ganhar tempo para cumprir o nosso programa, dentro do horário. Nós temos, hoje, neste debate sobre a regulamentação do Artigo 192 da Constituição, a participação do “governador” César Maia; do Gustavo Loyola, ex-presidente do Banco Central e do Alkimar Moura, Diretor do Banco Central. O Rubens Cysne, como organizador deste seminário, dificilmente poderia ser mais feliz na escolha das pessoas. O César Maia, quando deputado, foi o relator na fase anterior, desse mesmo projeto na Câmara dos Deputados, com o Benito Gama e, hoje, o deputado Saulo Queiroz ocupa a mesma posição, com o deputado Gonzaga Mota.

De modo que nós temos dois políticos altamente experientes, conhecedores do assunto, sendo que o Deputado, inclusive, tem uma grande experiência na área bancária, como todos nós. E o Gustavo Loyola e o Alkimar Moura viveram esses assuntos, nessa fase mais recente da vida nacional e os tumultos do mercado financeiro internacional. Então, nós vamos dar início aos debates e acho que seria razoável que cada debatedor tivesse até 15 minutos para apresentar a sua tese e depois podemos reverter as posições, quer dizer, alguém da Mesa comentar o que foi dito pelo outro participante da Mesa, até chegarmos à participação que nós enfatizamos muito, que é a participação do auditório. Queremos lembrar que este é um seminário aberto, a imprensa estará presente e as nossas participações estão sendo gravadas e vão ser posteriormente divulgadas, publicadas, pela Fundação Getulio Vargas. Não estou

querendo dizer que precisamos ter cuidado com as afirmações mas, pelo menos, saber que as coisas estão com essa transparência que o Rubens Cysne tanto gosta.

Então, vamos dar início ao nosso programa e eu peço ao Governador César Maia que inicie os nossos debates.

### **CÉSAR MAIA - Não Revisado**

O Saulo já melhorou a base patrimonial dele, virou Ramos, e eu melhorei a minha base política, como Governador, mas agradeço ao nosso Ministro e agradeço especialmente ao Rubens Cysne pelo convite e trago uma mensagem do prefeito Luiz Paulo Conde que decidiu nominar uma via pública da cidade com o nome do professor Mario Henrique Simonsen e escolheu para isso um viaduto que caracteriza, segundo o Senhor Prefeito, a unanimidade que existe em torno do professor Mário Henrique Simonsen, que é o viaduto que vai ligar, ao mesmo tempo, a Linha Amarela, a Linha Vermelha, a Ponto Rio-Niterói e a Perimetral. Portanto, é um viaduto que simbolicamente representa essa contribuição a todas as correntes de opinião econômica, que o nosso país viveu nesses anos todos.

Eu fui relator da Comissão do Sistema Financeiro a partir de um projeto que assinei em conjunto com o ministro Dornelles; trabalhei nesse relatório entre 91 e 92 e o relatório, para as condições daquele momento, daquela etapa, ficou praticamente concluído, concluído e não aprovado; havia uma obstrução na Comissão, principalmente proveniente de dois segmentos: de um lado, os deputados que representavam os bancos públicos, em função da perda de privilégios que os bancos públicos deixariam de ter, a partir do relatório, e de algumas reservas de mercado, que também perderiam.

A outra faixa de resistência ao relatório, que tinha como escopo a centralização em torno de um Banco Central independente, foi da Febraban, que sempre se opôs a essa idéia e o Dr. Alcides Tápias, de forma bastante transparente, quis fazer esse depoimento à Comissão, que está gravado, registrado e transcrito, onde ele se opõe inteiramente a que as decisões de política monetária saiam da esfera política e, portanto, saiam do Ministro da Fazenda. Estive com representantes da Febraban várias vezes, com os presidentes dos grandes bancos brasileiros, e a posição deles era contra o relatório, contra a existência de um Banco Central independente.

Havia duas questões que amarravam mais a posição dos grandes bancos brasileiros, a primeira era uma oposição completa à flexibilização de entrada para os bancos estrangeiros, coisa que só fez retardar por cinco anos, e o texto do meu relatório fica completamente inócuo, na medida em que já está sendo aplicado, a partir dos elementos que já existiam naquele momento para aplicação e era apenas uma sinalização de abertura do mercado financeiro brasileiro dentro do relatório. O segundo é que eles se opunham a retirar do comando da política monetária o fator político, o Ministro da Fazenda, que é um ministro político, designado pelo Presidente da República.

Uma das questões que envolve o maior número de incompreensões por parte de parlamentares, que não estão no jogo da discussão econômica, é essa expressão “independente”, que na verdade é uma expressão completamente imprópria. Em todas as democracias consolidadas, de países desenvolvidos, a administração pública distribui as suas funções entre funções de governo e funções de estado. As funções de governo são as funções descontínuas, as que dependem da vontade conjuntural da população e da designação de um partido político para comandar as ações públicas; essas são ações de governo, ações político-partidárias, ações descontínuas.

As ações de estado são ações contínuas, a partir, nesses países, da criação de uma burocracia profissional, cujo posicionamento independe da opinião política daquele cidadão; depende da carreira e do seu posicionamento, que é estritamente profissional, independentemente de fora da sua repartição, professar essa ou aquela ideologia, apoiar este ou aquele partido político. As funções de estado variam de acordo com os países. Você pode chegar a uma situação bastante extrema — não vou dizer avançada, que aí depende da opinião de cada um — do Governo de Tóquio, que um governo de cidade-estado, onde a política de pessoal tem funções independentes, entre aspas, como nós entendemos a questão do Banco Central independente. A segurança pública também é função basicamente de estado. Alias, nos países europeus, quase sempre a segurança pública é função de estado e não descontínua, por exemplo, não se muda o chefe da gendarmerie porque mudou o Governo da França e ela tem continuidade. No caso do Japão, eles vão mais longe e é o único país do mundo onde a educação é função de estado e não é função de governo, e você tem um comissariado na área de educação, cujos nomes são escolhidos pelo Poder Legislativo, a partir de iniciativa do Poder Executivo, e que tem mandato, como o mandato de um Banco Central, entre aspas, independente, e assim por diante. Nos países europeus, em geral, as funções que nós poderíamos destacar como funções que eles normalmente chamam de interior, funções de procuradoria, da advocacia, de defesa do Estado, funções de controle financeiro, funções de controle interno; as outras são funções de estado e não se alteram em função da mudança de governo.

E assim funcionam os Bancos Centrais que têm essa característica de independência; na Alemanha, nos Estados Unidos, eles, na verdade, são Bancos Centrais de Estado; eles não são independentes, ao contrário, são inteiramente dependentes dos objetivos que a sociedade fixa de estabilidade da moeda, objetivos permanentes da sociedade, objetivos que não oscilam de acordo com a eleição do dia, com a eleição da conjuntura, a sociedade quer conviver com uma moeda estável, ela expressa isso através dos seus documentos fundamentais, os documentos mais importantes, e ela quer que o Estado se organize de maneira a não permitir que o poder político, que flutua na conjuntura, possa intervir, fazendo variar aquela que é uma determinação permanente da sociedade.

O Banco Central, na verdade, seria isso, ou seja, um Banco Central de Estado e a expressão “independente” me parece uma expressão que dificulta muito o entendimento do que seja: ele garantiria os objetivos de política monetário-financeira, fora das flutuações e dos interesses políticos conjunturais.

A conjuntura atual mostra o quanto teria sido importante que o Banco Central tivesse essas características, que contasse com um Conselho, um Conselho com mandato, um mandato que não seria coincidente para o seu conjunto, quem sabe, de 12 membros, que a cada quatro anos, um terço dos seus membros seriam substituídos e esse Conselho teria os seus nomes submetidos ao Poder Legislativo, apenas para veto e não para designação, por conta de iniciativa do Poder Executivo, e os seus mandatos de quatro anos a cada terço, não coincidiriam com o ano da eleição e ficariam na metade do mandato governamental, para evitar exatamente essa coincidência. Mas na conjuntura em que vivemos, tivemos o caso da crise do sistema financeiro, o caso da criação do Proer e coisas no estilo, que todos nós acompanhamos.

Se aquele texto tivesse sido aprovado naquele momento, certamente isso não teria acontecido nas proporções em que aconteceu, porque ele previa as faixas de acesso automático ao redesconto, a possibilidade de exceder essa faixa automática, emergencialmente, ad referendum, imediato, do Conselho do Banco Central, que se reuniria para tratar a emergência, se ela tivesse que prosseguir e, portanto, imediatamente teríamos uma consciência do que se trata, se é um fator meramente episódico, se é específico ou se trata de um processo mais amplo.

Eu me lembro que naquelas discussões se fazia uma pequena continha de aluno do ginásio, comparando a folha de pagamento dos bancos com o seu passivo exigível, a sua captação e os bancos públicos apresentavam 80, 90, 100% da sua captação que correspondiam ao estoque, na verdade, de despesas com pessoal devido à sua inflexibilidade, e era simples fazer previsões a respeito do que aconteceria com eles quando a inflação chegasse a níveis muito mais baixos e, inclusive, com os bancos privados, uma conta simples de ginásio podia prever o que aconteceria no futuro com o Bamerindus - isso foi dito e gravado em reuniões do Banco Central, com a minha participação e a de muitas outras pessoas. Um sistema desse tipo obriga que haja fiscalização de forma antecipada; é um sistema que não pode ser retardado por conta de interveniência política, que aguarda um pouco mais para ver o que vai acontecer, porque existe a intervenção técnica.

A resistência aos bancos estrangeiros foi uma bobagem que foi retardar por cinco anos uma decisão que deveria ter sido tomada, e já havia, na própria Constituição, espaço legal para a tomada de decisão em nível administrativo, como vem sendo feito e muito bem.

O problema maior que nós encontramos no relatório, naquele momento, e que gerava uma área maior de interseção e a maior dificuldade de definir papel, função, etc, era a política cambial. Na política cambial tanto você precisava ter um alcance do Banco Central, com a sua função de Estado, quanto naturalmente você tinha a interveniência do poder político, por meio do Ministério das Finanças, do Ministério da Fazenda, e essa faixa é que produziu, independentemente dos grupos de pressão, da Febraban, dos bancos públicos, etc, a maior dificuldade de encontrar um texto que permitisse, ao mesmo tempo, as duas interveniências.

Para concluir, eu lembraria o que significa a falta de autoridade de estado do Banco Central para atuar. O Governo Federal, tendo em vista a completa irresponsabilidade na administração financeira dos Estados, depois do Plano Real, porque nenhum deles cumpriu a Medida Provisória, nenhum deles fez o deságio dos contratos como a Medida Provisória previa, nenhum deles fez o ajuste dos seus fluxos de receita e despesa, em função de um novo patamar de inflação; nenhum deles fez as previsões em relação ao crescimento vegetativo das folhas de pagamentos e assim por diante, fazendo com que tivéssemos a maior explosão fiscal da história do Brasil, depois do Plano Real, na medida em que no momento do Plano Real o déficit público alcançava 0,5% do PIB e um ano depois chegava a mais de 5% do PIB, e as receitas públicas cresceram acima da inflação 5% do PIB, a participação dos tributos na renda nacional cresceu de 26-27 para os 32-32, onde se encontra hoje, e nós estamos falando aí de uma perda de substância fiscal de 10% do PIB, ou seja, 76-77 bilhões de dólares como fluxo.

A grande meta do Governo, hoje, é conseguir como fluxo uma recuperação de 20 bilhões — desses 70 bilhões de dólares — de fluxo que foram perdidos em função de administração financeira pública precária por parte dos entes federados, especialmente os Estados, que não quebraram, porque os municípios quebraram, atrasaram as suas folhas de pagamento, e alguns Estados quebraram, como Alagoas e Mato Grosso, principalmente Alagoas, mas o conjunto teve a cobertura e a proteção da autoridade política e que terminou redundando numa consolidação de dívidas, terminou redundando no refinanciamento dessas dívidas em 30 anos, terminou redundando numa taxa de juros muito mais conveniente do que as que são pagas pela sociedade, entre 6 e 7%; terminou sendo aprovada pelo Senado da República, só que nenhum governador compareceu para assinar o contrato e nenhum governador pagou os juros.

Para se ter uma idéia do que significa isso, só o fato de os governadores assinarem esses contratos, que agora no Pacote 51 o Governo vocalizou que deu uma data limite para a assinatura dos contratos de 31 de janeiro de 1998, se cumprida essa data limite, só isso vai gerar um ganho para o Governo Federal de quase 1% do PIB. Os juros pagos devem chegar a 6 ou 7 bilhões de dólares — digamos 5 bilhões e vamos ficar com 0,7% do PIB, sem que medidas diversas sejam tomadas, agravando a sociedade, criando mais constrangimento, agravando a expectativa de recessão e assim por diante.

Um outro exemplo que eu vivi recentemente: com o Banco Central fora do jogo político, certamente esses contratos teriam sido assinados a tempo e a hora, depois da aprovação pelo Senado Federal e nós estaríamos contando já com 5 ou 6 bilhões de dólares de fluxo a favor do Governo Federal, desde os Estados que sustaram os seus pagamentos de juros e iniciaram os seus programas político-eleitorais, o que é natural, não há nada de mal nisso, mas há em permitir que façam isso.

Um outro exemplo, o Diário Oficial da União publicou, no dia 17 de novembro, uma resolução que foi anunciada no dia do Pacote 51, a Resolução 2.444, que cria uma série de restrições ao endividamento dos estados e municípios, e no seu Artigo 5º, proíbe aplicações adicionais por cima do estoque, em cima de títulos de estatais federais, estaduais e municipais. A Gazeta Mercantil do dia 23 de

novembro, a estatal do Estado do Rio de Janeiro lança debêntures de 400 milhões de dólares; no dia 23 de novembro eu emiti uma correspondência, um ofício, ao Ministério da Fazenda, falei com o Dr. Parente e com o Dr. Ximenes, Presidente do Banco do Brasil, que é o Coordenador da operação, juntamente com o Banco Garantia e o Banco Bozano Simonsen, e mandei também uma correspondência para os Bancos Garantia e Bozano Simonsen e recebi agora, no dia 3 de dezembro, uma correspondência do Dr. Cláudio Haddad, do Banco Garantia, dizendo que as debêntures só foram colocadas junto ao público investidor, depois da aprovação do Banco Central do Brasil. Portanto, uma Resolução do dia 17 de novembro, um ato publicado na imprensa no dia 23 e o Banco Central do Brasil negando a sua própria Resolução e abrindo espaço para que o Estado se endivide adicionalmente, ao contrário do que tinha previsto.

É claro que em função da qualidade técnica e dos compromissos com a estabilidade que tem toda a diretoria do Banco Central, sem exceção, é óbvio que receberam uma orientação política e tiveram que cumpri-la porque são todos diretores nomeados pelo poder político.

Enfim, Senhor Ministro, estes são os comentários que faço inicialmente e me coloco à disposição para questionamento. Muito obrigado.

## **MEDIADOR**

Eu acho que podemos guardar os comentários para o final deste Seminário, mas gostaria de lembrar alguns pontos importantes nesta discussão, sendo o primeiro a necessidade de reformar a legislação atual, a conveniência e a oportunidade do Artigo 192 da Constituição. As Leis 4.595 e 4.728 são suficientes — há mais de 30 anos em vigor —, têm produzido, têm facilitado, têm facilitado a execução da Política Monetária e a sua formulação? Ou o Artigo 192 é realmente uma questão imperiosa, o Sistema Financeiro deve ser reformulado, o Banco Central deve ser também reformulado e modificado na sua estrutura, na sua competência e no seu funcionamento?

Outra indagação é com relação à proposta de dar, dentro dessa regulamentação do 192 — isto não está escrito claramente no 192 —, mas dar, dentro dessa regulamentação, a independência e a autonomia que o Banco Central não teria ou o Banco Central já tem independência e autonomia até em excesso? Independência de quem. Essa discussão é colocada de maneira muito apropriada e eu acho que o debate tem que ser repetido várias vezes para se discutir se realmente, dentro da regulamentação do 192, cabe essa discussão do Banco Central independente e autônomo. Muito gente considera que o Banco Central já tem independência e autonomia, além do que deveria ter, dentro de um contexto de política econômica nacional e no contexto de política.

Mas neste quadro, eu acho que ainda devemos examinar o objetivo dessa regulamentação, com vistas a retirar, excluir, do Banco Central ... é essa a oportunidade de tornar o Banco Central num Banco Central puro que cuide apenas de formulação e execução da política monetária? Retirar do Banco Central as funções ligadas ao programa de desenvolvimento, ao complexo maior da política econômica e,

inclusive, a função de fiscalização do sistema? A proposta vai também nesse sentido separar fiscalização, execução... formulação e execução da Política Monetária?

Esses pontos fundamentais estão contidos na proposta de regulamentar o Artigo 192. Como disse o Ministro César Maia, um dos propósitos importantes — e foi assim que ele colocou — era retirar o Banco Central do campo das decisões políticas, dar ao Banco Central realmente o caráter técnico que tem na maioria dos países.

Mas nós temos aqui o deputado Saulo Queiroz que vai ser o responsável pela formulação dessa proposta no Congresso Nacional e eu acho que, embora também Presidente da Mesa, a sua participação vai ser muito importante para indicar como está o pensamento do Congresso em relação ao Artigo 192.

Vamos continuar o nosso debate passando a palavra ao Alkimar Moura, para nos falar sobre a sua experiência como Diretor do Banco Central e a sua opinião em relação à formulação proposta no 192.

#### **ALKIMAR MOURA - Revisado**

Muito obrigado, Senhor Presidente, Senhor Deputado, Senhor Prefeito, caro amigo Gustavo Loyola, senhoras e senhores: tenho muito prazer em participar desta reunião, como ex-aluno da Fundação Getúlio Vargas e ainda integrante desta casa em São Paulo. Eu agradeço à EPGE pelo convite, reiterando minha satisfação em estar aqui para apresentar algumas idéias sobre o assunto.

Eu redigi três minúsculas páginas que estão à disposição dos interessados, nas quais tento alinhar alguns pontos sobre a regulamentação do Artigo 192, que está sendo discutido no Congresso Nacional. Meu objetivo é o de discutir alguns pontos desse artigo e vou me ater exclusivamente a isso. Em primeiro lugar, cumpre reconhecer a oportuna iniciativa do deputado Saulo Queiroz em tentar, através da Lei Ordinária, regulamentar esse artigo que trata do Sistema Financeiro Nacional. É dentro desse espírito de colaborar para o aperfeiçoamento desse projeto que as minhas observações devem ser entendidas.

No próximo dia 31 de dezembro, a Lei 4.595 faz 33 anos, a Lei de Reforma Bancária, a lei que nos trouxe de 1964 até hoje e que tem prestado relevantes serviços ao Sistema Financeiro. Ela tem falhas e não é completa, mas de qualquer maneira todo esse extraordinário desenvolvimento que tivemos no Sistema Financeiro, de 1964 até hoje, pôde ser feito dentro do arcabouço dessa legislação. Lembrem-se que em 1964 nós tínhamos um Sistema Financeiro absolutamente incipiente, centrado que era nos bancos comerciais, cuja função única e exclusiva era captar depósito à vista e emprestar via desconto de duplicata. Outras instituições financeiras, como companhias de crédito, financiamento e investimento estavam apenas começando. O Brasil tinha um sistema financeiro basicamente bastante primitivo. Apesar disso, dentro desse arcabouço jurídico e legal que é a Lei 4.595, nós evoluímos daquele sistema financeiro incipiente para um sistema financeiro bastante complexo e sofisticado. Hoje nós temos um sistema financeiro com várias instituições, bancos comerciais, bancos de investimentos, financeiras, companhias

de crédito imobiliário, associações de empréstimo e poupança, corretoras, distribuidoras, mercados futuros, mercados de câmbio, mercado interbancário. Temos um sistema financeiro bastante desenvolvido, e todo esse sistema pôde desenvolver e evoluir dentro do arcabouço da Lei 4.595. Simultaneamente, nós mudamos a composição dos ativos financeiros. Naquele período, nós tínhamos basicamente como instrumento financeiro os depósitos a vista. Hoje, nós temos uma variedade de ativos financeiros :certificados e recibos de depósitos a prazo, poupança, quotas de fundos mútuos, de renda fixa, de ações, etc.

Sendo assim, é preciso reconhecer os enormes serviços prestados ao Brasil pela Lei 4.595 e temos que dar o devido crédito aos formuladores daquela legislação.

De qualquer maneira, está em pauta a discussão da nova Lei da Reforma Bancária e a Constituição determina que essa regulamentação se faça através de lei complementar que regule o Artigo 192, sendo a base fundamental dessa regulamentação o próprio Artigo da Constituição. Sobre isto, vale lembrar uma observação do saudoso ex-ministro Mário Henrique Simonsen que dizia ser a Constituição de 1988 uma bem intencionada colcha de retalhos. A mesma observação, senhores, pode ser aplicada ao próprio Artigo 192 que se trata de regulamentar. Por incrível que pareça, aquele Artigo curto exige muito do legislador porque exige que este regulamente o funcionamento das instituições bancárias, das instituições de seguros, de previdência, de capitalização, cooperativas de crédito, seguro de depósitos, atribuições do Banco Central, diretorias do Banco Central, funcionamento das instituições bancárias, critério de transferência interregional de poupança e taxa real de juros. Quer dizer, o próprio Artigo 192 é, ele mesmo, uma colcha de retalhos, e imaginar que se possa regulamentar esse Artigo, de fato atendendo todas estas disposições, é, na verdade, um exercício bastante complicado e eu realmente só posso cumprimentar o deputado Saulo Queiroz por tentar regulamentar essa mini colcha de retalhos que é o Artigo 192.

Apesar disto, existem algumas sugestões que podem ser feitas, no sentido de aperfeiçoar o mesmo projeto. O projeto propõe a eliminação do Conselho Monetário Nacional e sua substituição por um Conselho Financeiro Nacional que vai, na verdade, substituir o Conselho Monetário Nacional, o Conselho Nacional de Seguros Privados e o Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Esse Conselho Financeiro Nacional vai ser o órgão máximo de regulamentação e supervisão dos sistemas bancário, financeiro, de seguros e previdência privada. Ele é basicamente um sistema de regulamentação, de supervisão e não um órgão de formulação de políticas. O Banco Central permanece como órgão de formulação de política monetária e cambial.

Então, temos uma situação muito interessante: o Presidente do Banco Central faz parte do Conselho Financeiro Nacional, esse super-conselho que vai supervisionar, regulamentar e fiscalizar todos esses órgãos. Mas esse Conselho não é órgão formulador de política monetária e cambial, pois essa formulação permanece restrita ao Banco Central, como deveria ser, já que ele é o guardião da moeda. Então, o Banco Central tem uma função de formulação e execução da política monetária, e ao mesmo



tempo o Presidente do Banco Central faz parte desse Conselho Financeiro Nacional. Há claramente aí uma separação de funções, porque as funções de supervisão saem do Banco Central e passam para o Conselho Financeiro Nacional.

Além disso, o Ministro da Fazenda tem assento na diretoria do Banco Central. Então, ele, Presidente do Conselho Financeiro Nacional, tem assento às reuniões de diretoria do Banco Central e, nessa qualidade, ele pode pedir um prazo de 10 dias para que alguma decisão do Banco Central seja implementada e essa decisão do Banco Central pode ser discutida em uma nova reunião da Diretoria. E se o Ministro da Fazenda for contra aquela segunda decisão do Banco Central, tomada na segunda reunião da Diretoria do Banco Central, ele pode levar o assunto ao Conselho Financeiro Nacional. Isto significa, na verdade, que em alguns tipos de decisões, o Banco Central perde autonomia em política monetária e cambial. Eu imagino que esse tipo de mecanismo atrase muito as decisões de política monetária. Às vezes, decisões tempestivas de política monetária e cambial têm que ser tomadas e não podem, eventualmente, aguardar um período de tempo para uma segunda reunião e, depois, a reunião do Conselho Financeiro. Parece-me que há uma certa dificuldade em definir responsabilidades nesse tipo de arranjo, e isso pode tornar inócuas decisões do Conselho Monetário.

Outro ponto que gostaria de enfatizar é que a regulamentação torna competência privativa do Banco Central a formulação e execução da política monetária que é, também, hoje, a regra da Lei 4.595. No entanto a 4.595 colocou o Banco Central sob o comando do Conselho Monetário Nacional, o qual, como mencionou o Prefeito César Maia, é órgão político porque presidido pelo Ministro da Fazenda e também com a presença do Ministro do Planejamento. Na verdade, nós temos aí um arcabouço de Conselho Monetário que é órgão semi-técnico e semi-político. É claro que ele também sofre as mesmas injunções que os ministros-políticos sofrem.

Ao atribuir ao Banco Central competência privativa formular e executar política monetária, essa deveria ser simplesmente a regra básica do Artigo. Mas, além disso, a regulamentação vai mais longe, ao determinar que tipo de instrumento de política monetária pode ser utilizado: assistência financeira a bancos, recolhimento compulsório, sobre depósito a vista, definindo inclusive que depósito a vista é depósito a 120 dias de prazo, e assim por diante. Acho que isto é um preciosismo desnecessário pois ao falar que “cumpre ao Banco Central fazer política monetária” não é necessário definir os instrumentos de política monetária. Se esta legislação estivesse em vigor em 1995, quando enfrentamos o primeiro problema da crise bancária, o Banco Central teve que usar todos os instrumentos de controle monetário disponíveis e instituir novos recolhimentos, como o compulsório sobre empréstimo, compulsório sobre assunção de dívida, compulsório sobre praticamente sobre todas as contas de ativo e passivo dos bancos, na verdade, se essa regulamentação tivesse sido implementada naquele período, nós estaríamos manietados, porque a Lei diria que só poderia instituir recolhimento compulsório sobre depósitos à vista, definindo depósito a vista de acordo com o prazo. Eu acho que, ao estabelecer a competência para

formular e executar política monetária, não é preciso entrar nos detalhes de instrumentos de política monetária.

Outra falha do projeto é a discussão de detalhes operacionais que não deveriam estar numa lei geral. Esta deveria ser simples e direta e apenas atribuir ao Banco Central um mandato para atingir a estabilidade monetária. Entrar em detalhes, dizendo se o Banco Central pode fazer isso ou aquilo, na verdade, não é função da lei geral. Por exemplo, a proposta discute a conta reservas bancárias, estabelecendo que o Banco Central pode suspender a utilização de reservas bancárias pelos bancos. Uma sugestão que eu posso fazer, tipicamente operacional e não tem nada a ver com a regulamentação do 192 é no sentido, por exemplo, de que, quando o banco for autorizado a funcionar, que ele faça um contrato de utilização da conta reserva bancária, conta esta que constitui um privilégio que o Banco Central dá aos bancos comerciais e não um direito. À medida em que o banco passasse a operar, ele deveria dispor de um contrato, visando a utilização da conta reservas bancárias. Tal contrato poderia, inclusive, estabelecer restrições, incluindo eventualmente a suspensão da utilização da conta reservas. Ainda, esta acordo deveria especificar as garantias que os bancos vão oferecer ao Banco Central para utilização da conta reservas bancárias. Um dos problemas que o Diretor de Política Monetária enfrenta é que, às vezes, um banco está com problemas de liquidez no final do dia necessitando ir ao sistema de assistência financeira de liquidez. Eventualmente o banco não tem garantias para oferecer ao Banco Central e, em alguns casos, não dispõe nem de um contrato, para poder recorrer à assistência financeira de liquidez. Então, estou sugerindo que esse contrato seja estabelecido no início e que estabeleça condições de acesso a redesconto e, também, a utilização da conta reservas bancárias.

Um outro aperfeiçoamento na gestão da política monetária, que diz respeito também à conta reservas bancárias — mas que também não deveria estar no artigo 192 porque é detalhe operacional — diz respeito, por exemplo, à implantação de um sistema de controle diário da contas reservas, para que os bancos, ao longo do dia, também não possam ficar a descoberto na contas reservas. Na verdade, este é um sistema mais avançado, feito em alguns países mais desenvolvidos, para controlar as reservas dos bancos, principalmente dos bancos maiores.

O projeto também determina que a decretação da intervenção ou da liquidação de uma instituição financeira seja feito de acordo com alguns parâmetros numéricos. Diz, por exemplo, que se o capital do banco estiver 60% abaixo do mínimo exigido, o banco vai sofrer uma intervenção do Banco Central; se ele tiver 20% do exigido, ele vai sofrer uma liquidação. Eu acho que situação de banco em “stress”, um banco em situação difícil, ela não é determinada por padrões numéricos pré-definidos. Infelizmente não dá para estabelecer se um banco, com 60% ou com 20% abaixo do capital mínimo, oferece maior ou menor risco para credores. Tenho a impressão que a decisão de intervenção e, eventualmente, de liquidação de uma instituição financeira, deve ser baseada em uma avaliação dos supervisores, os quais devem levar em conta o risco potencial que representa para credores a manutenção em operação de um banco que está insolvente. Eu acho que essa decisão não pode ser fixada em termos

de parâmetros numéricos; é uma decisão que envolve fatores qualitativos, inclusive o conhecimento do supervisor em à verdadeira situação do banco.

Além disso, ao estabelecer parâmetros numéricos para a intervenção ou liquidação, nós vamos induzir os banqueiros a um comportamento do tipo do risco moral, porque já sabendo que, se ele não chegar àquele limite ele não vai sofrer intervenção, ele vai ter um comportamento mais arriscado, deixando o banco em situação difícil, mas nunca vai chegando ao limite que o faça sofrer intervenção do Banco Central. O problema de risco moral é sério na área bancária e aquela regra pode contribuir para aumentar a propensão dos banqueiros a assumir maiores riscos.

Passando para sugestões positivas, no sentido de melhorar a supervisão: em nenhum momento, o Artigo trata de um problema que eu reputo como muito sério no Brasil, que é a relação entre banco e instituição financeira não bancária. Nós temos atualmente bancos que controlam instituições financeiras não bancárias e instituições não financeiras controlando bancos. Tivemos bancos controlando empresas siderúrgicas, de papel, de celulose, de metal, de tecidos, de turismo, e empresas não financeiras, dos mais variados setores, controlando bancos. Esta é uma situação que tem que ser modificada. Acho que o Brasil tem que caminhar para uma separação de banco de outras instituições, evitando a permanência de bancos que têm, debaixo dele instituições não bancárias. Do mesmo modo, temos exemplos de instituições não-bancárias que controlam banco. O Banco Central não tem acesso a essas informações de empresas não-financeiras, e isso traz riscos. Como sabemos, experiências recentes no Brasil mostram que bancos controlando empresas não bancárias ou bancos controlados por empresas não financeiras resultam em riscos desnecessários e desconhecidos para o Banco Central, riscos comerciais e outros tipos de riscos não financeiros, que, na verdade, afetam a estabilidade e a situação do banco. Isto não é, infelizmente, tratado no Artigo.

Além disso, o projeto não incorpora mudanças recentes na legislação do Proer, principalmente a autorização que a legislação dá ao Banco Central para intervir numa instituição, separar ativos e passivos, mudar o controlador, mudar os administradores. Essa é uma inovação que dá ao Banco Central muito maior poder de regulamentação e de intervenção, e isso foi absolutamente necessário no tratamento dos problemas bancários recentes no Brasil.. Isso deveria ser incorporado na legislação.

Finalmente, o famosíssimo e polêmico tópico, fixando a taxa real de juros — eu não vou me estender sobre esse ponto, porque já houve muita discussão sobre isso. Acho que isso não tem nada a ver com a Constituição. Do ponto vista técnico e econômico é um artigo absolutamente desnecessário. Mas o relator tem uma solução criativa, ao dizer que a taxa real de juros deva ser fixada, além e acima do custo básico de captação calculado pelo Banco Central trimestralmente. Então, na verdade, não é simplesmente 12% menos as demais deduções de impostos, mas é a taxa de 12% além e acima da taxa básica de captação fixada pelo Banco Central. É uma solução razoável, embora menos pior. No entanto, esta solução introduz um problema também complicado, ao definir a taxa de juros de longo prazo. A taxa de longo prazo vai ser calculada pela taxa de captação de longo prazo e acima disso vai-se adicionar 12%.

Acontece que esse custo básico de captação de longo prazo não pode ser maior do que o custo básico de captação de três meses. Ou seja, nós não apenas tabelamos a taxa real de juros, mas tabelamos também a estrutura a termo da taxa real de juros, ou seja, a taxa longa tem que ser, no mínimo, igual ou menor do que a taxa curta. Então, a estrutura a termo só pode ser declinante. Nesse sentido, eu acho que o projeto peca ao tabelar a estrutura a termo da taxa de juros.

São essas as observações que eu queria fazer e, como falei, me restringi apenas ao anteprojeto de regulamentação do Artigo 192. Novamente, quero cumprimentar o relator pela iniciativa, que é bastante oportuna, assim como a realização deste seminário. Muito obrigado.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVÊAS**

O Alkimar fez tantas referências e descrição do processo da proposta do relator Saulo Queiroz, e eu acho que seria importante que o Deputado nos desse alguns esclarecimentos sobre a sua proposta. Basicamente, o que estamos sentindo é que o projeto do qual o deputado Saulo Queiroz é relator propõe a extinção do Conselho Monetário e de outros conselhos, cujas atribuições passam para um Conselho Financeiro Nacional que é um coordenador de supervisão e fiscalização do sistema, mas não é o formulador da política monetária, porque esta — e está claro no projeto do Saulo Queiroz — função é competência privativa do Banco Central, além dos outros aspectos que o Alkimar mencionou. Então, eu pediria ao deputado Saulo Queiroz que fizesse observações sobre os comentários do Alkimar.

#### **DEPUTADO SAULO QUEIROZ**

Eu vou tentar ficar nos conceitos fundamentais do projeto, colocando as suas idéias mestras. Primeiro conceito: o Banco Central como formulador e executor de política monetária e cambial, ou seja, absorvendo uma parte do papel institucional que tem o Conselho Monetário Nacional hoje, porque o Conselho Monetário Nacional, que é eminentemente órgão de Governo, não há o que negar... o Conselho Monetário hoje é os dois Ministros da área econômica e o Presidente do Banco Central, que é nomeado pelo Presidente do Banco do Brasil, então, é um órgão de governo. Eu coloco no Banco Central uma parte da tarefa do Conselho Monetário de hoje que é de quê? De formular a política monetária. A formulação de política monetária não é hoje do Banco Central, ele pode estar, de fato, formulando política monetária, mas de direito é do Conselho Monetário Nacional.

A outra atribuição do Conselho Monetário Nacional, como normatizador do Sistema Financeiro Nacional, essa eu desloco para o Conselho Financeiro Nacional, cuja criação eu proponho. Então, o Conselho Financeiro Nacional é um órgão normatizador do Sistema Financeiro. A supervisão e fiscalização ficarão por conta das entidades reguladoras. Aí o Banco Central de novo... Comissão de Valores, Susep e uma nova Superintendência, cuja criação eu proponho, Suprev, para cuidar

especificamente da área de previdência privada. É importante entender que eu fiz uma opção, dentre as discussões existentes nesse campo específico: um Banco Central puro, formulando e executando política monetária, e um outro órgão cuidando da supervisão e fiscalização das instituições financeiras. Essa é uma tese que está colocada aí, e eu conheço um punhado de gente que a defende. A outra é o Banco Central incorporando a atribuição de formular política monetária, mas continuando com as atribuições que ele tem hoje de executar política monetária e, principalmente, de supervisionar e fiscalizar as instituições financeiras.

A minha opção foi a segunda: incorpora ao Banco Central a nova atribuição de formular a política monetária, transforma o Banco Central em órgão de estado, ele deixa de ser órgão do governo porque tem essa atribuição e os seus dirigentes ficam protegidos por mandato — que é a proposta que está aqui —, mas mantém o Banco Central também nessa tarefa que ele tem hoje que é a de fiscalizar o sistema. Nessa visão dupla do Banco Central, é evidente que ele tinha que participar também do Conselho Financeiro Nacional, porque a estrutura que eu imaginei para o Conselho Financeiro Nacional é a participação dos dois Ministros, como membros natos, e além deles, outros sete membros, todos também com mandato, alguns com mandato original, como é o caso do Presidente do Banco Central, da DVM, da Suprev, porque a composição do Conselho é formada pelos dois Ministros, os quatro presidentes das entidades de supervisão e mais outros três membros, com mandato que exercerão dentro do Conselho atribuições de natureza executiva.

Então, vejamos, o Conselho Financeiro Nacional também é, na minha proposta, um órgão... a um tempo em que ele é um órgão de Governo, porque ele executa algumas tarefas típicas de governo, como a de fiscalização do sistema, quer dizer, o Governo age no interesse da sociedade, através de um sistema, para cuidar da fiscalização do Sistema Financeiro Nacional como um todo e, através disso, proteger em todos os aspectos a poupança popular. Mas como os seus membros são protegidos por mandato, ele ganha também um pouco da estatura de órgão de estado.

Vejamos, a questão de autonomia e a questão de independência. Esse assunto é extremamente complicado e talvez tenhamos uma enorme dificuldade em trabalhar com o ideal, porque o ideal as vezes não tem o respaldo político; no jogo, você tem que operar com o nível de confiança, mas também com um nível de desconfiança. As coisas, infelizmente, funcionam dessa forma. Quando eu estabeleci o sistema de contrapeso na ação do Banco Central, na formulação de política monetária, porque isso está muito claro no meu projeto, o Ministro da Fazenda só tem assento na reunião do Banco Central, quando houver, na pauta da Diretoria, uma proposta de mudança das diretrizes de política monetária, ou seja, é um contrapeso porque se o Banco Central vai discutir uma mudança de diretriz, de alguma forma o Governo tem que participar dessa discussão, e o Governo tem que ter o direito de dizer: “não, essa diretriz, com certeza, vai provocar novos problemas na condução, por exemplo, da minha política fiscal e eu quero que isso seja rediscutido”. Então, 10 dias para quê? Para que o Governo sente com o Banco Central durante 10 dias e discuta as conseqüências daquele tipo de mudança. Se o Banco Central se mantém numa

posição inflexível e aprova aquela proposição — e aí, na minha proposta, tem que aprovar por 2/3 dos votos da Diretoria, o que também é contrapeso político, porque a Diretoria do Banco Central, embora com mandato, os mandatos são intercalados, ou seja, os seis dirigentes do Banco Central não são nomeados na mesma data, pelo menos, ao longo de quatro anos, porque o mandato é de quatro anos, se faz o revezamento.

Mas, naquele instante em que a Diretoria do Banco Central, de uma forma quase unânime ou com 2/3, aprova uma mudança de diretriz, aí tem o contrapeso do Conselho Financeiro Nacional que, repito, também não é órgão de governo, é um órgão misto porque, dos seus nove membros, sete têm mandato. De alguma forma, há um processo de defesa.

A outra coisa que não foi ressaltada pelo Alkimar é que essa relação do Banco Central, órgão de estado, a sua prestação de contas não é, na minha proposta, uma prestação de contas, mas para o Poder Executivo; ela é, como nos demais países onde existe um Banco Central independente, uma prestação de contas para o Poder Legislativo. Então, nós estabelecemos todo o ritual dessa prestação de contas, e a presença do Presidente do Banco Central, durante quatro vezes ao ano, no Congresso Nacional, uma delas para falar sobre as diretrizes de política para o ano em curso, que ele já tem que ter apresentado formalmente ao Congresso ao final do ano, então, ele vai ao Congresso na abertura dos trabalhos, na segunda quinzena de fevereiro, para prestar conta de duas coisas: primeira, da execução da política monetária no ano anterior e, segunda, as diretrizes da política monetária para o ano em curso, e a cada três meses ele volta para dar conta ao Congresso Nacional de como caminha a execução da política monetária.

Na nossa proposta, nós damos também ao Congresso o poder de, mediante a avaliação de que o desempenho de um dirigente do Banco Central — e só no caso do Banco Central, porque aí é o Banco Central-órgão de Estado e isso não se aplica às demais entidades de supervisão, mas no caso do Banco Central é fundamental que haja todo esse sistema de contrapeso em função, naturalmente, do grande poder que ele teria como formulador de política monetária. Então, o Congresso pode propor ... a Câmara dos Deputados pode propor ao Presidente da República, por meio de um ritual perfeito de Congresso, ou seja, requerimento de proposição, assinado por um terço dos parlamentares, aprovado na Comissão de Finanças e, depois, aprovado em sessão secreta, por maioria absoluta, quer dizer, um requerimento por isso cercado de toda solenidade, a Câmara pode propor o afastamento de um dirigente do Banco Central ao Presidente da República. Por que a Câmara? Porque o juiz da nomeação e da desnomeação ou da demissão é o Senado Federal, o dirigente é indicado pelo Presidente da República ao Senado; é aprovado pelo Senado, se for; a demissão desse dirigente obrigatoriamente tem que ter o aval do Banco Central, o aval do Senado Federal, numa proposta conseqüente, ou seja, o Presidente da República, para propor a demissão de um dirigente do Banco Central vai ter que fazer uma exposição, deixando claras as razões, e ele vai ter todo o direito de se defender, numa sessão pública do Senado Federal. Então, fica evidente que a demissão de um dirigente do Banco Central só ocorreria por insuficiência de desempenho que ele, dirigente, tem o direito de discutir em sessão do Senado Federal.

É o sistema que nós imaginamos para proteger a tarefa do formulador de política monetária nacional mas, de alguma forma, proteger a sociedade e dar a ela os contrapesos para que possa atuar e não fazer do órgão também um órgão absolutamente imperial, não seria o caso.

As conveniências: eu acho que não é preciso falar muito sobre isso e eu defendo isso com absoluta convicção, para que amanhã não pese nenhuma dúvida sobre questões como a que o nosso ex-Prefeito e segundo o futurólogo de plantão, nosso futuro Governador, a questão que ele colocou, quer dizer, uma resolução do Banco Central... ele colocou uma questão claramente, todo mundo entendeu, de dúvida de interveniência do poder político dentro do Banco Central. Você tem uma resolução do dia 18 e no dia 23 alguém recebeu um tipo de autorização para fazer algo que aquela resolução do dia 19 proibia. O que eu acho que ele não disse mas quis dizer é o seguinte: em determinado momento, o poder político interferiu dentro do Banco Central e este, em cinco dias, mudou de posição. Por quê? Porque não tem a independência necessária para manter a sua posição e, de qualquer forma, está sempre suscetível a uma pressão maior ou menor do poder político, de poder de governo...

Alguns detalhes aos que o Dr. Alkimar se referiu, que entrou por alguma coisa do operacional, dentro da lei, ela tem uma explicação lógica. Nós estamos mudando de natureza de lei, de uma lei ordinária para uma lei complementar. Então, nós tínhamos o objetivo de revogar a 4.595, como estamos propondo. Então, algumas questões básicas da 4.595 teriam, mesmo que fossem detalhes, que ser incorporadas para que, durante um instante não gerasse um vácuo na legislação. Então, tomamos o cuidado de, mesmo em algumas coisas que são operacionais ou que são detalhes, incorporar na nossa proposta, para não deixar a descoberto alguns aspectos da 4.595 que, como bem ressaltou o Dr. Alkimar, é uma lei que, depois de 33 anos, ainda é uma lei que não se tem como se desprezar, porque se pode melhorar, atualizar, mas é quase uma lei perfeita e é uma pena que alguns aspectos do corpo da 4.595, da idéia da 4.595, tenham vivido tão pouco e já tenham mudado ainda na mesma década, no instante em que se tirou do Conselho Monetário Nacional a independência de formulador de política monetária, se tirou do Conselho Monetário Nacional o mandato, porque ele não é ... talvez pouca gente se lembre, mas o Conselho Monetário Nacional, durante três ou quatro anos, teve um mandato desse tipo, só que na época nós tínhamos ato institucional e esse mandato foi revogado, salvo engano, no Governo Costa e Silva.

O Conselho Financeiro Nacional que eu proponho é um órgão composto por nove membros e é um corpo sistêmico porque tem o Governo, representado pelos dois Ministros, tem a área econômica do Governo presidindo o Conselho, mais os presidentes das entidades, também amparados por mandatos, participando desse Conselho, ou seja, as decisões sobre o funcionamento do Sistema Financeiro Nacional ocorrem dentro de um corpo orgânico, as pessoas que atuam dentro dele. Eu proponho ainda a criação de outros três membros, também com mandato, e que terão tarefas executivas dentro do Conselho. Um será o Secretário Executivo do Conselho... hoje, a Secretaria Executiva do Conselho é do Banco Central, mas não poderia ser; dentro da nova concepção, ela teria que ficar no corpo do próprio Conselho. O outro vai

presidir a Comissão de Recursos, que ganha corpo na nossa proposta; e um terceiro coordena as comissões temáticas.

Na discussão que tive sobre esse projeto com o mercado, uma das maiores reivindicações é a de que o mercado também participe desse Conselho, por meio da indicação de quatro membros. A minha posição foi frontalmente contra e na revisão da minha proposta eu não acatei, porque o Conselho é órgão oficial e não tem como ter essa característica na sua decisão. Ele não pode a interveniência dos interesses, ele é um órgão a serviço da defesa da sociedade, na tarefa de regulamentar, manter rígido e forte o sistema financeiro nacional. Então, a presença do mercado dentro do Conselho me parecia extremamente inconveniente. Agora, através da comissão temática, eu abri os canais. De que forma?

Como eu acabo com qualquer hipótese de decisão ad referendum nesse Conselho, as comissões temáticas, a não ser em assuntos que requeiram sigilo, é obrigatória a audiência dela nas decisões do Conselho, ou seja, ela vai se manifestar previamente. As comissões temáticas serão, naturalmente, quatro, uma em cada campo específico coberto pelo Conselho, ou seja, área das instituições financeiras, seguros, previdência privada e mercado de capitais, evidentemente. Ela também poderá propor, salvo em assuntos também que o regulamento vai reservar e ressaltar que, nesse caso, a comissão temática não pode propor, mas no operacional, na criação de produtos, as comissões temáticas poderão propor ao Conselho Financeiro Nacional algum tipo de resolução. É por aí que o mercado atuaria dentro do Conselho: na audiência prévia e no poder de propor, ou seja, de fazer um voto ao Conselho Financeiro Nacional.

No mais, eu caminhei muito no sentido de não inventar. Como o Dr. Alkimar colocou claramente, o nosso sistema financeiro é sofisticado e funciona bem e, portanto, não cabe ficar inventando. Nós seguimos, na normatização, aquilo que na verdade já está incorporado como bom dentro do sistema financeiro nacional. A única coisa que nós propusemos — e isso é uma coisa que eu defendo com unhas e dentes — é a criação de uma Superintendência para cuidar de previdência privada. Esse passa a ser um órgão forte, incorporado a um corpo de elite, que seria esse Conselho Financeiro Nacional, que vai cuidar da previdência privada fechada, que hoje está numa Secretaria do Ministério da Previdência e que ativos de mais de 80 bilhões de dólares e no qual, de repente, o Conselho Monetário Nacional tem que intervir; então é uma coisa meio parecida com a casa da Mãe Joana, o Governo faz um pacote e muda uma regra fundamental, como fez agora, taxando os ganhos de capital dos fundos de pensão, quer dizer, isso é uma discussão, mas essas coisas sempre me chocam pelo desrespeito às regras que estão estabelecidas numa coisa de longo prazo, porque de repente precisaram de um pouquinho desse dinheiro. Mas essa é outra discussão, mas me parece que é sempre uma mudança de regra, numa coisa que tem que ser permanente.

Essa Superintendência, colocada dentro de um Conselho desse porte, com certeza, protegerá melhor os interesses de uma coisa que é tão importante como previdência privada do que jogada aos cantos, e a previdência privada aberta tem uma lei, um decreto que regulamenta, tem uma supervisão do Ministério da Fazenda e é, quem sabe, por onde nós vamos poder adensar a nossa poupança interna.



Eu não inventei nada e os meus projetos e as minhas propostas estão dentro daquilo que de melhor se tem pelo mundo afora no tratamento de previdência privada; trabalho com a portabilidade, trabalho com o vesting, mas aí a minha proposta incorpora — e aí define... é a questão da lei complementar que tem a grande vantagem de você proteger esse tipo de ação. Se você tem uma lei ordinária, uma medida provisória muda a lei ordinária, mas a lei complementar não muda. Eu trabalho na questão tributária de forma igual, eu trabalho com o conceito de diferimento tributário, ou seja, quando houver a participação do empregador, o conceito de que a contribuição do empregador é despesa, o conceito de que a distribuição do empregado, para efeito do imposto de renda, é despesa, e ganho de capital é imposto deferido, e o imposto será cobrado no usufruto do benefício.

Só para encerrar a questão dos juros: é muito interessante que uma proposta dessa magnitude só é capaz às vezes de ganhar espaço para ser discutida naquilo que é marginal e perverso, que é a questão do tabelamento de juros. Eu tenho tido uma discussão de enfoque com muita gente a respeito disso, principalmente com economistas. O economista é um perfeccionista e gostaria que as coisas fossem realmente perfeitas. O mundo político não é. O César Maia era meu companheiro, meu colega na Assembléia Nacional Constituinte, e nós lembramos claramente de que forma isso foi parar dentro da Constituição. Foi um movimento político, depois de uma ressaca de uma votação, uma conjunção de forças as mais variadas, entre extrema direita e esquerda e lá foi parar uma proposta do nosso amigo Gasparian — que era um poeta, um homem fantástico, mas um sonhador — dentro da Constituição e depois nós não conseguimos tirar no segundo turno por sete votos. Agora, isto tem um impacto político que vocês não têm idéia. Um dia desses, numa dessas reuniões, eu dei uma entrevista e foi publicada com ênfase que eu ia capitanear, de qualquer forma, um movimento para que se extirpasse da Constituição, por ser imprópria, a questão do tabelamento de juros. No meu parecer, quando apresentei o meu relatório preliminar, isso talvez tenha sido o que eu defendi de forma mais enfática, quer dizer, de um lado está a minha opinião e, do outro, a minha obrigação. Como relator, eu tenho que regulamentar o que está escrito na Constituição embora ache que é uma bobagem, mas o meu papel é regulamentar.

Aliás, hoje, foi determinado pelo próprio Supremo Tribunal Federal que nenhuma decisão, exatamente por conta do tabelamento de juros, o Supremo Tribunal Federal entendeu que o Artigo 192 é indissociável na sua regulamentação, ele tem que ser regulamentado na sua integralidade, que é uma decisão meio maluca, mas foi a forma de o Supremo, de alguma forma, dizer o seguinte: “Não adianta vocês regulamentarem a área das instituições financeira e esquecer da taxa de juros, vai ter que regulamentar tudo de uma vez”. E eu tenho que cumprir esse papel e tentei fazer algum tipo de ginástica. Mas o impacto disso é de tal natureza que o que eu falei foi parar na imprensa com algum destaque, que eu iria trabalhar para tirar isso da Constituição. Vocês não têm idéia do que eu recebi de represália política por conta disso. Eu não sei em que pé está, mas um deputado estadual do Mato Grosso do Sul, lá do estado onde eu sou deputado, propôs — e a Assembléia aprovou por unanimidade — um voto de repúdio à minha posição. Não satisfeito, encaminhou para todas as Câmaras Municipais, e todos os dias

chega notícia que a Câmara do município tal acabou de aprovar um voto de repúdio à posição do deputado Saulo Queiroz. Quer dizer, é um negócio infernal e a gente que é político, cada um desses — não é, César? — chega e dói. Eu vou ter que entrar na ampla discussão da matéria e estou preparando todo o material e vou pegar os recortes de jornal, declarações do Alkimar, do Loyola, um punhado de entrevistas dos Ministros, ou seja, um punhado de gente preparada e inteligente deste país, que diz exatamente o que eu disse, ou seja, que tabelar juros é uma enorme bobagem.

Mas a minha proposta é simplesmente transformar os 12% em spread, lógico, para não tirar do Banco Central o poder de executar a política monetária, o Banco Central vai fixar uma remuneração básica, a partir do custo de captação, que ele, Banco Central, acaba determinando porque é ele que comanda a taxa de juros; a única coisa que na minha reformulação, por conta do aumento da taxa de juros que eu ..... um dia desses, eu tirei o trimestralmente, para dar ao Banco Central a flexibilidade de poder mudar no dia em que ele quiser, porque imaginem se estivesse no início de um trimestre e o Banco Central tivesse que fazer uma mudança na taxa de juros, na execução de política monetária — não vou discutir se foi certo ou errado porque ele tem que ter o direito de acertar e o de errar — pela lei, ele não poderia mudar naquele dia, o que seria muito ruim. E acrescentei mais alguma coisa, em função de informações colhidas junto ao mercado, que é admitir que, além dos impostos, admitir também um percentual como risco de crédito para as operações, além dos 12%, nas operações sem lastro de garantia real e admitir também um custo de produção do serviço para as operações de crédito direto ao consumidor, porque o mercado, de fato, o spread de apenas 12% em algum tipo de operação, poderia provocar desintermediação financeira.

Também na minha proposta os empréstimo em moeda estrangeira não estão suscetíveis a qualquer tipo de tabelamento e, então, não pode ter regra para furar o tabelamento. Então, pelo que nós temos hoje, estabeleci, para facilitar, que o Banco Central pode fixar essa remuneração básica para operações de longo prazo — e aí leia-se PJLP e PF, que são os dois instrumentos de que dispomos hoje — desde que não sejam inferiores à média dessa remuneração básica. Era isso.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVEAS**

Obrigado, deputado Saulo Queiroz. Eu creio que essa visão abrangente da proposta de regulamentação do Artigo 192 é muito útil para darmos continuidade ao nosso seminário. Confesso que cada vez que discuto o problema da regulamentação do Artigo 192, fico extremamente preocupado e temeroso do que é que estamos pretendendo fazer. Nós temos uma lei, uma das leis mais bem feitas que vingaram no Brasil, que é a 4.595. Ela foi complementada pela 4.728 e há mais de 30 anos vem prestando serviços inestimáveis à organização e ao funcionamento do sistema financeiro nacional e à ação do Banco Central sobre esse sistema financeiro. De repente, e lá não sei por quais razões políticas na revisão

Constituição, enfia-se um Artigo 192, mandando regulamentar tudo, inclusive a questão dos juros, que o Fernando Gasparian incluiu.

Agora, vem o Supremo Tribunal e diz que tem que regulamentar tudo de vez e não partes, e tem que ser engessado numa lei complementar. Segundo entendo, o deputado Saulo Queiroz é favorável a que seja uma lei complementar, para dar mais inflexibilidade às mudanças. Temos também o Rubens Cysne que escreveu um artigo bonito defendendo a lei complementar versus a idéia de regulamentar tudo por leis ordinárias. Ouvi do deputado César Maia, na Comissão Especial do Congresso, quando se discutia esse assunto — eu estive lá — exatamente o que disse hoje aqui o deputado Saulo Queiroz: “Eu sou relator do projeto, eu fui nomeado para relatar um projeto de regulamentação do Artigo 192 e, então, vou me desempenhar da função de que me incumbiram e vou fazer o melhor trabalho”. O deputado César Maia fez um trabalho extraordinário, reunindo mais de 20 projetos, inclusive o projeto do deputado Francisco Dornelles; fez um excelente trabalho e, agora, o deputado Saulo Queiroz se esmera, como nós assistimos aqui, na elaboração desse projeto que vai mudar muita coisa na vida nacional; não é só no sistema financeiro ou na estrutura e na competência do Banco Central, mas vai mudar muita coisa na vida nacional e na vida de todos nós.

Então, eu realmente continuo me perguntando, defendendo uma tese contrária e o faço com certa ênfase. Eu fui Presidente do Banco Central duas vezes, fui Ministro da Fazenda, e vivi muito variadas experiências que implicam dependência e não dependência do Banco Central ao Ministro da Fazenda. O resultado de minha experiência e observações em relação às leis que estão em vigor, traduzem a minha proposta nos seguintes termos: a coisa mais simples que nós podíamos fazer hoje é uma proposta de Emenda Constitucional dizendo simplesmente que...: “Fica revogado o Artigo 192 da Constituição Federal de 1988”. Ouvi do deputado César Maia, quando era relator desse projeto — e ele pode confirmar ou não — o seguinte: “se viesse uma proposta, dentro do Congresso Nacional, com uma proposta de Emenda Constitucional para revogar o Artigo 192, eu a subscreveria. Agora, como relator, nomeado relator, com a incumbência e a responsabilidade de relator, eu vou relatar o projeto, da melhor forma possível.”

O deputado Saulo Queiroz é um experimentado funcionário do sistema financeiro, funcionário do Banco do Brasil, tem a experiência prática e a vicência política e, então, poderá realmente — e com a audiência que vem fazendo, de pessoas que entendem desse assunto — sugerir o melhor projeto possível.

Continuando, passo a palavra ao Gustavo Loyola para nos falar sobre o Artigo 192.

#### **GUSTAVO LOYOLA - Não Revisado**

Senhoras e senhores, bom dia. Muito obrigado, Ministro, deputado Saulo Queiroz, prefeito César Maia, meu caro amigo Alkimar, falar por último tem algumas vantagens e obviamente uma delas é que muitos assuntos já foram discutidos, mas eu queria simplesmente colocar algumas questões, mas antes

gostaria de parabenizar o deputado Saulo Queiroz pelo excelente trabalho. Realmente, trabalhar o Artigo 192, com as suas deficiências e limitações, como disse o Alkimar, e tentar juntar uma regulamentação complexa que abrange todos os aspectos do mercado financeiro, é realmente uma tarefa de Hércules e o deputado se incumbiu muito bem dela.

Existem no projeto alguns aspectos muito positivos, inclusive bastante criatividade e inovação; por exemplo, eu gosto muito da idéia da criação de uma superintendência específica para a área de previdência privada, acho que, dentro em breve, grande parte da poupança nacional vai estar ligada, de alguma forma, a sistemas de previdência, sistemas de longo prazo e, portanto, a supervisão desse sistema por uma entidade forte é extremamente fundamental. Gosto muito também da maneira pela qual o Deputado tentou resolver a questão do tabelamento de juros; é evidente que o ideal seria a não existência do tabelamento, mas diante dele a saída encontrada no projeto foi a melhor possível, embora o Brasil a gente nunca tenha muita certeza com relação a qual será a interpretação do Poder Judiciário, eventualmente, em relação a isso. Mas eu não sou especialista e vou me abster de comentar o assunto sob essa ótica.

A questão da necessidade de uma lei complementar, em princípio, eu me alinho junto àqueles que pensam que seria muito mais simples revogar o Artigo 192. Não haveria necessidade de uma lei complementar para tratar do sistema financeiro e do Banco Central. Mas eu acho que nesse assunto temos que ser um pouco mais realistas e pragmáticos. Na realidade, uma questão é dizer que a Constituição Brasileira é excessivamente detalhista e que poderia ser muito mais enxuta e muito mais direcionada para aspectos fundamentais dos direitos políticos, da organização do Estado, etc., e muito menos detalhista, etc. Eu concordo que o ideal seria uma Constituição muito mais enxuta, mas considerando-se que a Constituição não é assim e que a grande maioria das leis brasileiras também não o é, será que nós poderíamos ter para o sistema financeiro um tratamento diferente, ou seja, será que tornar a Constituição absolutamente silente em relação ao sistema financeiro e ao Banco Central, considerando-se que ela é detalhada e detalhista em tudo e considerando-se que as nossas leis também são assim? Será que não seria piorar a situação? Será que não deixaríamos um arbítrio muito maior ao Executivo, ao legislador para mudar as regras ao sabor dos ventos e da conjuntura?

Então, se raciocinarmos de forma um pouco mais “pé no chão”, eu acho que a lei complementar é um instrumento útil para delinear os fundamentos do sistema financeiro e, principalmente, dar aquela garantia necessária aos poupadores, aos tomadores de recursos, de uma maneira geral, e aos empresários, enfim, à atividade empresarial nesse setor, isto porque todos nós queremos que a poupança nacional cresça ao longo do tempo, como um elemento fundamental ao crescimento autosustentado do País.

Uma outra questão — e aí eu entro na questão do Banco Central independente — é que, ao que me parece, qualquer grau de autonomia que se pretenda dar ao Banco Central deve constar de um texto constitucional. Eu não vejo como uma autonomia possa ser dada por uma legislação apenas ordinária. A lei complementar já traz um maior conforto, evidentemente. O ideal seria que a questão dos mandatos

estivesse bem clara na Constituição, mas não está. Então, a lei complementar, de certa forma, supre essa lacuna, mas a questão de mandato, por exemplo, por lei ordinária, já seria quase que desnecessária e é preferível não ter porque, afinal de contas, nós estamos num país no qual uma lei ordinária pode ser alterada talvez por uma medida provisória e ao sabor de cada Governo. Eu acho que fica muito mais clara a questão da independência do Banco Central — e aí entra a questão que o Deputado colocou aqui de órgão de estado e órgão de governo — nos regimes parlamentaristas nos quais os governos mudam, mas há uma separação muito clara entre governo e estado, e inclusive a estrutura dos Bancos Centrais independentes normalmente se adequa mais a países de regimes parlamentares, embora tenhamos a experiência dos Estados Unidos. Parece-me, então, que a questão da independência do Banco Central tem que estar na lei e o tratamento que o projeto que o deputado Saulo está dando ao projeto me parece satisfatório, na medida em que o Banco Central tem independência e autonomia para a formulação e execução das políticas monetária e cambiais.

Uma questão que surge aqui, que exigiu muita criatividade do deputado Saulo Queiroz e de todos os legisladores do mundo inteiro que trataram do assunto, é a questão da coordenação da política econômica, ou seja, até que ponto o Banco Central pode ser independente e até que ponto ele não está obrigado a coordenar-se com as demais políticas econômicas do Governo. A experiência mostra que é arriscado se deixar o Banco Central total sem... ou melhor, dar independência ao Banco Central sem ter, ao mesmo tempo, um instrumento de pesos e contrapesos. Há um caso famoso, na América Latina, que é o da Venezuela, no qual um determinado Presidente do Banco Central conseguiu tumultuar a vida financeira e política do país durante muito tempo, por uma certa teimosia, inclusive se dizia até que esse Presidente do Banco Central tinha um problema de desequilíbrio mental. Foi um problema muito sério. Exatamente, naquele caso faltava um mecanismo pelo qual o Congresso ou o Presidente da República pudessem, de forma rápida, solucionar a questão.

Acredito que o sistema que dá ... (aparte longe)... não, mas há o processo de *impeachment*, sempre pode haver, não é? Claro, mas no caso da Venezuela não havia um sistema que fosse operacionalizável, mas eu acredito que, no caso do Banco Central autônomo, não existe o quarto poder, o Banco Central, em nenhum país do mundo, é um quarto poder; ele tem uma autoridade delegada pelo Congresso, quer dizer, pelo povo porque, na realidade, o Congresso é o instrumento, e essa autoridade lhe pode ser retirada a qualquer momento.

Eu acho que a grande contribuição que o Banco Central autônomo traz é a transparência nas discussões de política econômica. Na medida em que o Banco Central se posiciona contrário, por exemplo, a determinada política do Governo, automaticamente esse assunto vem à tona e toda a sociedade tem o direito de se manifestar em relação a essa questão e fica claro que existe uma opção política, por exemplo, pela não estabilidade. Se o Banco Central for derrotado numa discussão desse tipo, fica claro que se assumiu um risco em relação à estabilidade.

Por outro lado, se coloca muito bem a questão da responsabilidade, a *accountability*, das políticas. O sistema que o deputado Saulo introduziu, ao que me parece, é muito parecido com o existente no Chile, o poder de veto... o poder de suspensão de uma medida durante um certo período, e me parece que é uma boa idéia e pode, na operacionalidade, não funcionar por alguma outra razão, mas não vejo saída muito fora disso, ou seja, eu acredito que seja uma temeridade se colocar o Banco Central totalmente independente, sem deixar alguma válvula de coordenação.

Uma outra questão — e aí eu falo com a minha experiência de ex-Presidente do Banco Central — é que tão ruim quanto ter um Banco Central que sofra interferência do poder político, é ter um Banco Central sobre o qual o poder político não coloque em nenhum momento o seu manto protetor, ou seja, o Banco Central entregue à sua própria sorte. Isso é tão terrível quanto a interferência política e é por isso que os Bancos Centrais independentes devem sempre contar com a idéia da independência, e a sua ..... deve contar sempre com uma aprovação que eu não diria unânime, porque isto não existe, mas pelo menos uma aprovação da sociedade.

Recentemente... vamos citar de novo o caso do Bundesbank, quando o chanceler Kohl e o seu governo resolveram fazer uma mágica na contabilidade desse banco para arrumar algumas receitas para o Tesouro, para se adequar aos critérios de Maastrich, da moeda única. Quem defendeu a posição do Banco Central alemão, mais do que o próprio banco, foram o Parlamento e o povo alemães. Isso mostra que, em determinados momentos, principalmente em momentos de stress e decisivos, é preciso que o Banco Central esteja também ao abrigo desse tipo de pressão do Poder Executivo.

Ainda uma outra questão também relacionada ao Banco Central e que o deputado Saulo trata de uma maneira também hábil e embora possam existir outras alternativas, é a questão da profundidade versus amplitude. O Banco Central, para ser independente, precisa ganhar profundidade, mas tem que sacrificar a amplitude de funções; ele não pode ser o dono de todas as áreas e precisa se restringir àquilo que realmente importa, e o que realmente importa, a meu ver, é a defesa da moeda e a defesa do sistema de pagamentos. É por isso que, na minha cabeça, são indivisíveis as funções de executor e formulador de política monetária e de supervisor bancário.

A questão da supervisão bancária, eu sempre me manifestei contrário à criação de uma instituição de supervisão separada. Acho que seria duplicar a supervisão porque eu não consigo ver, francamente, um prestador de última instância, como os Bancos Centrais são, sem nenhuma capacidade de fiscalização. Então, se tivéssemos a criação de um órgão independente de fiscalização, o que teríamos na realidade seria uma duplicação de funções, pelo menos, em alguns aspectos. Eu até concedo que algumas funções de fiscalização que o Banco Central exerce sobre as instituições financeiras poderiam estar em outros órgãos, mas tirar totalmente do Banco a capacidade de supervisão, principalmente de instituições bancárias, não me parece adequada, na medida em que o Banco Central é e continuará sendo prestador de última instância.

Então, me parece que a redução do número de funções do Banco Central está um pouco implícita no projeto, inclusive com a transferência para a CVM, de várias das funções que hoje estão no Banco Central, por exemplo, toda a parte de mercados futuros, tudo isso vai para a CVM e evidentemente o que fica um pouco no ar é o seguinte: uma necessidade de se ter alguma supervisão sobre entidades do tipo dos consórcios, esses programas do tipo de venda de boi que estão havendo por aí, coisas desse gênero, mas que parece que isso dá para acomodar talvez na CVM ou em algum órgão assemelhado, se for realmente necessário supervisionar ...

Parece-me, então que a grande diferença que eu vejo aqui entre o Banco Central... o que distingue o Banco Central das demais instituições de supervisão é o Banco Central tem, como papel principal, a defesa da moeda e do sistema de pagamentos, enquanto que apodemos dizer que as outras instituições supervisores têm como objetivo principal a defesa da poupança popular lato sensu.

Uma questão que também apresenta dificuldades em operacionalizar no Banco Central é a questão da coordenação entre as diversas agências de supervisão. Não sei se os senhores sabem que uma informação, por exemplo, colhida em inquérito feito pelo Banco Central ou numa fiscalização não pode ser transferida à CVM por causa do sigilo bancário e vice-versa, a CVM não pode passar ao Banco Central informações que obtém nas suas fiscalizações. Isso parece um grande absurdo. Então, é preciso que esses órgãos atuem em forma coordenada, inclusive porque, hoje em dia, as fronteiras do mercado financeiro estão absolutamente voláteis, tão voláteis quanto o próprio mercado. Eu acho que há uma tendência inexorável de perda de importância do sistema bancário, há uma tendência à desintermediação, no sentido de que cada vez aumenta mais a idéia da securitização, a idéia de as próprias empresas emitirem seus papéis, enfim, os balanços dos bancos passam a refletir muito mais operações em que o banco entra ganhando comissões, taxas, etc., do que propriamente carregando nos seus ativos e passivos depósitos ou empréstimos. Então, me parece que existe uma idéia muito grande de coordenação.

Eu tenho também algum receio — da mesma forma que o Alkimar — de que a estrutura que está no projeto possa levar a que, de fato, o Banco Central não tenha uma autonomia muito grande na política monetária. Por quê? Porque não fica muito claro quais são os instrumentos ... existem instrumentos de política monetária que são híbridos, e a gente nunca sabe se eles são instrumentos de política monetária ou instrumentos de regulação prudencial como é o caso, por exemplo, dos depósitos compulsórios. Tradicionalmente, o depósito compulsório é tratado como um instrumento de política monetária, ao lado do mercado aberto e do redesconto, mas não se pode negar que os depósitos compulsórios são também um instrumento de regulação prudencial. O extremo disso é, por exemplo, toda aquela literatura dos *narrow banks*, em que os bancos são obrigados a aplicar somente em determinados ativos ou manter reservas em determinados ativos, que é um tipo de regulação prudencial. Então, esse é um caso, mas existem outros em que essa fronteira não é muito clara.

Outra questão — e aí eu me permito divergir do deputado Saulo — é a da abrangência da lei, o Deputado certamente tem as suas razões, mas eu acredito que a incorporação à lei bancária da parte penal,

de crimes do sistema financeiro ... ah, eu estava com essa versão... me parece que a lei penal do sistema financeira deve ser revista porque não está boa, mas eu, sem ser advogado, aqui terei que falar um pouquinho de ouvido, mas eu prefiro que isso seja tratado evidentemente no Código Penal e não numa legislação extravagante.

Ainda outra questão, que precisa de uma revisão maior, é a questão a que o Alkimar se referiu, que é a da liquidação e de todas as legislações de intervenções lato sensu que o Banco Central pode realizar numa instituição financeira. Isso, nós aperfeiçoamos um pouco, em função do Proer, mas acredito que uma maior discussão é necessária.

Esses são os aspectos que eu queria realçar e eu já recebi um bilhete de que estamos avançados na hora e eu deixaria para outra oportunidade a discussão de outros aspectos importantes desse complexo tema.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVEAS**

Muito obrigado, Gustavo Loyola. Realmente, estamos avançados na hora, mas creio que ganhamos um pouco de tempo em relação à segunda parte do seminário. Esta nossa discussão vai servir de pano de fundo para muitas coisas que virão em seguida, inclusive a questão dos *inflation targeting*, dívida pública, etc. Mas, nós devemos ainda um espaço para a participação do auditório, e eu gostaria de fazer a primeira provocação, chamando o Rubens Cysne, o dono da casa, para nos dizer alguma coisa sobre o assunto de hoje.

#### **RUBENS PENHA CYSNE**

Na verdade, eu vou me reportar a um artigo que reputo como provocador e extrapolar essa provocação num sentido paralelo ao da reunião. Li, outro dia, um artigo do Alan Blinder, da Universidade de Princeton, no qual ele, já tendo passado pelo Federal Reserve, e sendo um fã de carteirinha da autonomia do Banco Central, estendia essa idéia — não apenas como às vezes a gente faz aqui no Brasil, de estendê-la para a CVM e para a Susep — para uma agência tributária; o Estado determinaria qual o seu tamanho, seria depois determinada qual a carga tributária para fazer frente a esse tamanho do Estado e seria passado para uma agência autônoma com as características do FED, fazer o delineamento técnico da proposta de tributos que seria depois aprovada ou não pelo Congresso, com margem mínima para emendas. Nós, no Brasil, não chegamos nem ao estágio do Banco Central autônomo, de forma que essa proposta, para o Brasil, é duplamente provocativa. Contudo, parece-me que no Brasil temos muita dificuldade em realizar reformas em ambiente democrático; as reformas que fizemos, fizê-mo-las em ambiente que não queremos mais, em 1964-67, e acredito que desde 1986 temos pago, com toda essa conturbação, por esse atraso.



Então, a pergunta provocadora, nos termos desse Artigo, para os políticos da Mesa, é a seguinte: seria viável se pensar no Brasil na criação de um fast track político para a aprovação de reformas, no qual o Congresso aprovaria ou não (com um mínimo de emendas) as linhas específicas das mesmas, uma vez efetuado o seu detalhamento por agências específicas com técnicos qualificados para o assunto?

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVEAS**

Rubens, é muito provocadora a sua questão e muito ampla, inclusive em relação ao tempo disponível. Mas eu acho que ela está inserida dentro de um contexto que quanto menor o Governo ou quanto menos Governo, melhor, e nós já temos uma série de instituições que funcionam autonomamente, fora do Governo, e parece que funcionam bem. Nós temos a Iata, a Fifa, e uma série de instituições que funcionam independentemente dos Governos e regulam coisas muito importantes. Já imaginou regular o futebol no mundo todo, através da Fifa e não dar a menor audiência aos políticos de Brasília, de Washington, de Paris ou de Londres? Eu acho que essa função, fora do Governo, vai realmente ganhar espaço na direção do que alguns juristas chamam de Estado Consensual. O que me preocupa, quando se fala em autonomia e independência do Banco Central, é a “rationale” de se estender isso à CVM, à Susep, à Secretaria da Receita Federal, e depois estender ao INPS, ao Exército... por que não? Ele é responsável pela segurança nacional...

Então, eu acho que é um tema muito complicado e tem que, *modus in rebus*, ser consolidado com base na experiência vivida e no resultado dessas experiências. Continuando, acho que, para responder à sua indagação, nada melhor do que a experiência de político e administrador do César Maia.

#### **CESAR MAIA**

Eu não acho tão complicado, do ponto de vista da formulação; da execução é um pouquinho mais. Você tem que mexer no sistema eleitoral, porque se não mexer no sistema eleitoral, vamos ter uma profusão de partidos políticos. Quando eu entrei na Prefeitura, a nossa Câmara de Vereadores tinha 42 vereadores e 17 partidos. Então, a minha opção foi por não legislar e o que se estabeleceu, com uma minoria de 14 para evitar o impeachment, que, em nível municipal, é sempre um jogo pesado contra o governante, se estabeleceu essa minoria de 14 que defendia o mandato do Prefeito e a opção foi não legislar sobre orçamento, e vai-se levando, vai-se administrando com a legislação existente, porque é muito difícil você compor uma maioria, o custo administrativo, com suas repercussões sociais e econômicas, é muito grande, então, baixar a bola da legislação.

Se não mexer no sistema eleitoral para afunilar o processo partidário, para gerar um conjunto de três partidos, uma coisa desse tipo — quatro já é um exagero —, muito dificilmente você vai conseguir acelerar decisões no nível do Poder Legislativo. Então, é preciso discutir o voto distrital, a fidelidade

partidária. A fidelidade partidária... não tem nenhuma exigência feita sobre ninguém se não tiver penalidade. Por que existe a fidelidade partidária na Grã-Bretanha ou nos Estados Unidos? Porque tem uma lei que diz que o deputado perde o mandato se não for fiel à determinação partidária? Não, como a eleição vai para um voto distrital, ele não é designado pelo partido na próxima eleição para o seu distrito, acabou, ele vota contra e encerra a carreira dele, porque ele não vai ser designado.

Então, você tem um sistema eleitoral que garante o comando partidário, você tem um sistema político que garante o comando partidário, que afunila o processo em torno de dois ou três partidos e permite que as decisões sejam tomadas, quando elas podem ser tomadas. Quando você tem vitalidade, em termos de sociedade, para a tomada de certas decisões, você tem também em termos políticos. Quando você não tem, em nenhum caso terá, mas a nossa pulverização partidária — e inorganicidade junto com a pulverização — leva a uma impossibilidade de você acelerar os processos.

Agora, vai-se mexer no sistema eleitoral? Não vai? Todos os anos se diz que vai-se mexer, mas tem um problema: nós, deputados, fomos eleitos em base a um sistema e temos um medo enorme de, com base num novo sistema, não nos reelegermos. Eu sei como me eleger um voto proporcional, meu Deus do Céu, eu vou votar para um voto distrital? Eu sou deputado de opinião pública, eu vou ser candidato no distrito de Copacabana? Se eu não tiver maioria no meu partido, será que eles me empurram para ser candidato em Nova Iguaçu, onde eu não tenho base? E aí, no distrito de Nova Iguaçu, eu vou perder o meu mandato? E aí começa uma insegurança muito grande que termina levando a obstruir a reforma eleitoral, que é base para se ter uma racionalidade muito maior no Poder Legislativo.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVEAS**

Muito obrigado, César Maia. Você veja, Rubens Cysne, que a questão que você levantou é muito mais complexa do que parece à primeira vista.

#### **ALKIMAR MOURA**

Só para comentar essa proposta que parece instigante, mas o outro problema que eu vejo no Brasil é o seguinte: quando você fala em Banco Central autônomo, ele tem a gestão monetária. Por quê? Porque gestão monetária significa que o Real que ele emite é o mesmo Real no Amazonas e no Rio Grande do Sul. Quando eu falo em gestão tributária, você tem o problema federativo, quer dizer, você tem que legislar para ... você vai poder legislar para a União, para os estados e municípios? Existe essa diferença muito grande que também estabelece dificuldades de tributação.

Então, eu acho que quando você fala em política monetária, na verdade, a unidade monetária é única; quando você fala em tributação, você tem diferenças regionais e diferentes competências tributárias nos níveis municipal e estadual, e isso tem que ser compatibilizado.

(Aparte longe do microfone)

... nos Estados Unidos você tem uma liberdade para criar e produzir tributos maior do que no Brasil. Só estou me referindo porque o artigo vem de um economista americano.

#### **CARLOS EDUARDO FREITAS - Não Revisado**

Antes de mais nada, eu queria elogiar o excelente debate que estamos assistindo, e me impressionou profundamente um ponto levantado pelo ministro Galvêas. Realmente, desde a Constituição de 1988, a partir de 89-90, nós começamos a viver esta novela da regulamentação do Artigo 192, com o deputado César Maia e depois com o deputado Saulo Queiroz, e esse assunto vai se arrastando ano após ano. Ora, se nós temos... isso parece tão óbvio, Ministro, a Lei 4.595, que está aí há 33 anos, servindo perfeitamente aos propósitos de gestão do sistema financeiro e gestão da política monetária e da política cambial.

A minha pergunta, dirigida ao deputado Saulo Queiroz, é a seguinte: não se poderia acolher a Lei 4.595 como lei complementar? Porque o que se está discutindo, em última análise, me parece que são três ou quatro pontos fundamentais: a questão do mandato para a Diretoria do Banco Central, que na lei original, a 4.595, já previa mandato, eram três diretores e um presidente, sem áreas definidas, com mandato, e membros do Conselho Monetário Nacional. Por que Conselho Monetário e, agora, Conselho Financeiro não vejo... mudando os nomes... Por que não acolher? Estamos discutindo, então, a questão do mandato e a questão de deixar ou não a supervisão e a fiscalização bancária dentro do Banco Central e, aí, com a questão das inovações financeiras, inovações que vão aparecendo no mercado, investimento em boi, consórcio, etc, que, em última análise, representam formas de arrecadar a poupança pública e precisam ficar sob a supervisão de alguém; a previdência complementar, etc., que é um segundo ponto que nós discutimos.

Em última análise, eu vejo dois pontos de substância que estão sendo discutidos: por que não se acolhe a Lei e se dá uma nova roupagem a esses dois pontos, sem se começar tudo de novo. Essa é a minha pergunta.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVÊAS**

Obrigado, Carlos Eduardo de Freitas. Uma questão de ordem: eu pergunto ao Coordenador Rubens Cysne se podemos ter mais cinco minutos? Então, teremos a resposta do deputado Saulo Queiroz.

## SAULO QUEIROZ

Na verdade, desde que a Constituição foi promulgada, a 4.595 foi recepcionada como lei complementar; ela e mais outras leis que regulamentam o sistema financeiro. Essa discussão é uma discussão de fato muito complicada. A engenharia para se construir uma nova realidade, na visão do Congresso, tem que passar pela formulação de uma nova lei porque o Congresso não tem a praticidade do Executivo. O poder político não funciona dessa forma. No outro dia, eu dizia que de propostas de mudanças no sistema bancário, no sistema financeiro, de projetos de lei que estão na Câmara.. como eu sou relator do projeto, todos os dias chegam cinco ou seis e aparecem as coisas mais absurdas do mundo e a lei ordinária fica sempre suscetível a esse tipo de avanço.

Em cima de qual conceito eu trabalhei e que hoje eu defendo ardorosamente? É o de tentar fazer uma 4.595, ou seja, uma lei eficiente para todo o sistema financeiro, de tal ordem que se tenha o sistema financeiro, que hoje é um conglomerado e funciona como vasos comunicantes, tenha todo ele uma coordenação sistêmica, uma fiscalização sistêmica e a interação e interligação entre todos os órgãos de fiscalização, desde os que fiscalizam as instituições financeiras como aqueles que fiscalizam as áreas de previdência e de seguros porque nós caminhamos rapidamente para um momento em que os ativos do sistema financeiro não estão mais concentrados nas instituições financeiras, não estão concentrados nas áreas de seguros ou na área de previdência, mas de qualquer forma com um processo de intercomunicação dentre todo o sistema financeiro.

Então, a idéia de um projeto que não invente, porque o fundamental é não inventar; você pode aperfeiçoar e criar alguns mecanismos novos, mas sem buscar fazer a revolução, por meio desse aparato de lei complementar. As revoluções, as grandes mudanças dentro do sistema, naquilo que nós estamos propondo, na verdade, se fazem dentro do campo técnico do Conselho Financeiro Nacional. Por quê? Porque a nossa proposta delega toda a execução, toda a operacionalização, toda a avaliação de produto dentro do sistema financeiro, para o Conselho Financeiro. Aquilo que é aparentemente supérfluo na nossa proposta, nada mais é do que a necessidade de se colocar alguma coisa para se poder fazer a adequação legislativa porque a promulgação de uma lei implica na revogação de outra, quer dizer, não há como fugir disso.

Infelizmente ou felizmente — na minha opinião, felizmente —, no modelo que a Constituição Brasileira seguiu, o sistema financeiro está dentro dela, porque, na verdade, seria uma coisa completamente absurda você imaginar uma Constituição detalhista, como é a Brasileira — é o modelo dela — que não tivesse uma vírgula sobre o sistema financeiro nacional, quer dizer, não é uma coisa sensata, Sensato é pegar essa Constituição, jogar na lata de lixo, escrever 10 artigos, como a Constituição Americana; aí, você mudou o modelo da Constituição. Agora, numa Constituição que cuida dos mínimos detalhes até as vírgulas, não ter uma linha sobre sistema financeiro como um todo, não tem sentido. As propostas que circulam no Congresso sobre esse tipo de matéria são as mais variadas, como emenda

constitucional. Algumas melhoram muito o espectro da 192, porque ficam no fundamental, mas na minha concepção pessoal, cometem um erro de avaliação fundamental, que é buscar a lei ordinária.

O Loyola foi muito feliz nisso. A função do Banco Central tinha que estar na Constituição, qual é o papel dele, a proteção do mandato. Infelizmente não está e para colocar na Constituição é difícil, não é uma tarefa fácil. Você colocar essa autonomia do Banco Central na Constituição é complicado; já na lei complementar é mais fácil, mas na lei complementar é mais difícil de mudar, principalmente se estiver no arcabouço de uma grande lei que cuida do sistema como um todo, porque não adianta você conferir um mandato para Presidente do Banco Central por meio de lei ordinária e qualquer crise vai lá e acaba com o mandato, e também não pode ser assim. Vejam, eu estava com a minha proposta pronta para apresentar na semana posterior à crise de Hong Kong. Eu fui ao Presidente da Câmara e disse: “Não vou apresentar agora porque não quero discutir mandato de Banco Central num momento em que o Banco Central é o enfoque de toda a sociedade; está todo mundo querendo saber o que vai acontecer para ver se o Banco Central foi muito bem ou foi muito mal”.

A única coisa que eu tenho a convicção, como político é a seguinte:

... autonomia, essa independência desejável, convenhamos, é um projeto que no momento político, nesse instante político, pode ficar completamente morto e nós perderíamos a oportunidade de fazer alguma coisa que de fato tem que se fazer no País.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVÊAS**

Obrigado, deputado Saulo Queiroz. Nós ainda temos um minuto e temos um candidato no auditório.

#### **MARCELO LARA REZENDE**

Eu sou do IPEA e antes de mais nada vou dar uma explicação ao deputado Saulo Queiroz porque há pouco tempo, nós conversamos um pouco sobre o projeto, eu fiz algumas observações e me comprometi a mandá-las para Brasília. Mande, mas com a eficiência do nosso setor público, quase dois meses depois recebi de volta com um carimbo de “Destinatário Desconhecido”, da Câmara Distrital do Distrito Federal, onde foi parar.

Mas a primeira observação que eu gostaria de fazer é a seguinte: como eu percebo, a autonomia é diferente da independência. Independentes são os três poderes na concepção de Montesquieu, e autonomia tem a ver com autonomia em relação ao Poder Executivo e, não, com relação ao Congresso Nacional, a quem o Banco Central deve estar, até porque foi o Congresso que fez o Banco Central, subordinado sempre.

A observação é que — eu já disse isso em outras ocasiões — ao que me parece, o Banco Central, como colocado no projeto do Deputado, é mais autônomo do que é hoje, mas de fato tem uma autonomia envergonhada, ele é autônomo até superior decisão em contrário, dado o mecanismo de participação do Ministro da Fazenda nas reuniões, a possibilidade de adiar por 10 dias uma decisão e, posteriormente, levar essa decisão ao Conselho Financeiro Nacional. A primeira dúvida que eu tenho é saber se o Conselho Financeiro Nacional, que é um órgão muito mais amplo do que é hoje o Conselho Monetário Nacional, é o lugar adequado para discutir uma dúvida com relação à política monetária ou à política cambial. Na minha visão, não seria e eu acho que isso deveria ser feito num comitê menor.

O segundo ponto é que, entendendo que o Banco Central deve ter autonomia, que é a minha visão pessoal sobre o assunto, entendida como eu expliquei, eu acho que isso não poderia jamais acontecer sem que o Banco Central fosse previamente redimensionado e reestruturado e perdendo todas as infundáveis atribuições que tem hoje. Quer dizer, no projeto existem três artigos, se não me engano os de número 15, 16 e 17 ou 17, 18 e 19, com 38 itens tratando exclusivamente das atribuições que são privativas do Banco Central. Uma instituição, com isso, não tem atribuição, na realidade, prioritária; tem formalmente, mas informalmente é impossível. E eu acho que a experiência brasileira mostra as duas principais atribuições do Banco Central que são: primeira, garantir a estabilidade da moeda e por esse critério o Brasil fracassou; segunda: a fiscalização do setor financeiro e por esse critério eu acho que as fraudes que temos observado no setor financeiro público e privado, principalmente as que têm aparecido mais recentemente, são recordes no mundo.

Então, isso mostra que o sistema não está funcionando, o que não quer dizer que o Banco Central seja incompetente; ao contrário, ele foi levado a isso pela competência do seu corpo técnico que, de certa forma, é protegido das infundáveis intromissões no setor público, e foi sendo obrigado a absorver uma série de responsabilidades que são importantes mas não têm nada a ver com a atividade precípua de um Banco Central.

A segunda pergunta, portanto, vai muito em cima do que o Loyola falou, é: eu acho que para isso a fiscalização tinha que realmente ser um órgão separado. O Loyola começou e eu achei que ele ia dizer isso, quando ele falou que “a idéia de profundidade e amplitude”, mas ele não chegou a essa conclusão, e com o argumento de que isso seria uma duplicação, mas a meu ver não é, porque o outro órgão, também, como aliás está fazendo a Inglaterra, que tem o Banco Central mais antigo do mundo, e a Austrália, é parte do Governo. Então, o Banco Central, trabalhando com uma agência fiscalizadora independente, estão, de alguma forma, coordenados. Eram esses os dois pontos que eu gostaria de ouvir.

#### **MEDIADOR - ERNANE GALVÊAS**

Muito obrigado. Eu creio que chegamos ao final da nossa reunião, esgotamos o nosso tempo e o professor Rubens Cysne quer fazer um anúncio do próximo painel. Devo também lembrar aos senhores

participantes que a este seminário segue o Paine! 4 sobre intermediação financeira e política monetária, em que se vai discutir um assunto muito interessante que são as instituições financeiras estaduais, a formação de poupança e a questão da dívida pública. Está encerrada a sessão e obrigado a todos.

## PAINEL IV

### INTERMEDIACÃO FINANCEIRA E POLÍTICA MONETÁRIA

Presidente da Mesa:

- Cesar Maia - Ex-Relator do Projeto de Reforma do Sistema Financeiro e Ex-Prefeito do Rio de Janeiro

Mediador:

- José George Teixeira Bezerra - Diretor do Banco Fonte-Cindam

Debatedores:

- Alkimar Moura - Ex-Diretor do Bacen e Pesquisador do Ceres da EPGE/FGV
- Gustavo Loyola - Ex-Presidente do Banco Central do Brasil e Pesquisador do Ceres da EPGE/FGV
- Rubens Penha Cysne - Diretor de Pesquisas da EPGE/FGV



## **PAINEL IV – INTERMEDIACÃO FINANCEIRA E POLÍTICA MONETÁRIA**

Vamos retomar os nossos trabalhos e antes de passar a palavra para o nosso mediador, gostaria apenas de lembrar uma entrevista do Dr. Rubens Cysne, na televisão, nesta semana, na qual ele chamava a atenção para a necessidade, nestes momentos de grande ebulição de conjuntura econômico-financeira, de se destacar um tempo para a reflexão fora do pragmatismo do dia-a-dia. E dizia também que nenhum momento melhor para essas reflexões do que esse, sair um pouquinho da rotina das informações quentes ou frias e entrar um pouco na reflexão. Para isso finalmente nós estamos aqui, convocados pela Fundação Getúlio Vargas.

Vou passar a palavra ao nosso mediador e vamos acompanhar os debates.

### **MEDIADOR**

Vamos iniciar o painel com a exposição do Dr. Alkimar Moura.

### **ALKIMAR MOURA**

O assunto deste segundo painel é Política Monetária e Intermediação Financeira. Eu vou tirar o chapéu de ex-regulador e tentar analisar o tema com o chapéu de ex-diretor de política monetária, discutindo minha visão sobre as turbulências recentes e o seu impacto no mercado financeiro. Eu quero chamar a atenção para o fato de que, na verdade, como falou o deputado César Maia, este deve ser um momento de reflexão para se sair um pouco do curto prazo e olhar para o médio e longo prazos. Mas de qualquer maneira, a turbulência recente foi tão profunda e tão importante que não podemos deixar de verificar seus efeitos sobre o mercado financeiro.

O que eu vou fazer é tentar discriminar esses efeitos, sem obviamente quantificá-los, o que pode eventualmente ser trabalho para uma pesquisa acadêmica - e depois tirar algumas conclusões sobre a estabilidade do sistema financeiro brasileiro. Na verdade, o que eu vou discutir é o efeito das turbulências nos mercados financeiros e cambiais internacionais sobre o sistema bancário doméstico.

É óbvio que ninguém vai desconhecer que o Brasil ficou mais vulnerável às mudanças na situação internacional. Isto não é nenhuma crítica, apenas uma constatação de fato. Constata-se isto pelos seguintes fatos: as Bolsas brasileiras variaram mais do que as Bolsas internacionais; o Brasil teve que votar um pacote fiscal, teve que subir drasticamente a taxa de juros. Tudo isso é sinal, na verdade, de que as turbulências internacionais pegaram o Brasil numa situação de maior vulnerabilidade. E em função dessa vulnerabilidade, houve de fato reações do Governo, reações essas consubstanciadas na elevação da taxa de juros e no pacote fiscal.

É claro que essa maior vulnerabilidade se traduz no fato de que temos um déficit em conta corrente por volta de 4,5 a 5% do PIB, o que significa uma necessidade bruta de recursos para o ano que vem de 35 bilhões de dólares para o financiamento deste déficit em conta corrente, pré-pacote. Além disso, segundo a exposição de ontem, o professor Werlang falou sobre a necessidade de rolagem do eurobonus por volta de 20 bilhões de dólares. Então, temos uma necessidade total de financiamento de 55 bilhões de dólares para o próximo ano. A dívida externa atinge hoje cerca de 187 bilhões de dólares, ou 25% do PIB, e isso também torna o Brasil — de novo, é uma constatação de um fato — mais vulnerável às flutuações internacionais do que qualquer outro país, inclusive da América Latina. A mesma coisa não aconteceu no México, na Argentina e nem no Chile, por exemplo.

Eu irei tentar listar os efeitos da elevação da taxa interna de juros. Não há tempo ainda para se avaliar os efeitos do pacote fiscal, até porque o pacote ainda tem que ser definido de maneira mais precisa, principalmente com relação à tributação de fundos mútuos. O primeiro efeito direto da subida da taxa mensal de juros de 1.58% para 3.05%, (a qual depois caiu para 2.97), é, na verdade, um efeito de perda de capital para os detentores de ativos de renda fixa, sejam eles bancos ou investidores, individuais via fundos.

Fiz um cálculo bastante singelo desse efeito, tomando-se o prazo médio da dívida federal pré-fixada em mercado, que é aproximadamente de 119 bilhões de reais e verifiquei o valor presente dessa dívida à taxa de juros inicial e depois à taxa de juros final que é de 3.05% e sem considerar, primeiro, a operação de “stop loss” realizada pelo Banco Central, recomprando os papéis do mercado e, em segundo lugar, considerando uma hipótese bastante inviável, que os detentores de papéis tivessem assumido posições compradas em papéis, sem estar “hedgiados” no mercado futuro, ou seja, sem ter a cobertura no mercado futuro de taxa de juros.

Fazendo essa conta simples, obteremos o pior número, o mais conservador, que é de quase 17 bilhões de dólares, que seria a perda de capital, do sistema pela elevação da taxa de juros, instantaneamente. E por incrível que pareça, a grande perda foi experimentada pelo quotista dos fundos que suportou aproximadamente 78% daquela perda. pois os fundos carregavam posições muito grandes de papéis públicos pré-fixados. Na verdade, a subida da taxa de juros e a redução de preço relativo dos ativos financeiros constituem um risco de mercado que é instantaneamente absorvido no mercado, sob a forma de perda de capital.

A segunda perda, que se dará ao longo do tempo, é recorrente, e será derivada de aumentos de riscos de crédito. Obviamente, com uma taxa de juros maior, os devedores vão ter mais dificuldade de pagar os bancos. Com a subida da taxa básica de juros, isto terá um efeito sobre as demais taxas de empréstimos, pela incidência do compulsório e dos impostos, fazendo com que a taxa final para o tomador suba, talvez até mais do que subiu a taxa básica. Isso significa maior dificuldade das empresas e dos indivíduos de honrarem os seus compromissos junto aos bancos. Considere, de outro lado, que já existe hoje um nível relativamente alto desses riscos de crédito na economia: tomando-se a relação entre

crédito em atraso mais créditos sem liquidação sobre o total de créditos, obtêm-se uma percentagem de 15% de margem de inadimplência no sistema bancário, que é muito alta.

É claro que este número está “enviesado” porque inclui os números do Banco do Brasil e da Caixa Econômica que apresentam números maiores, geralmente devido ao crédito rural e ao crédito público. De qualquer maneira, tenho a impressão que nos bancos grandes privados, a relação entre créditos em atraso mais créditos em liquidação sobre o total de empréstimos deve ser por volta de 3 a 4%. Então esta taxa vai subir, e isto certamente, provocará uma piora na situação de rentabilidade dos bancos.

Outro efeito da crise refere-se ao aumento no custo da rolagem de Eurobonus, Euronotes, commercial papers, emitidos pelas empresas e bancos brasileiros no exterior. Isso agora afeta não apenas os bancos mas, também, as instituições não bancárias, empresas industriais e comerciais que emitem títulos. Certamente, haverá um aumento de custo dessa dívida. O primeiro efeito é interrupção do mercado, pois é difícil renegociar em uma situação na qual ninguém sabe o novo preço de mercado. Segundo informações da imprensa, 80% dos papéis vencidos em novembro e dezembro tiveram que ser pagos, porque não havia condição de rola-los. Então, só 20% foram rolados. Obviamente, não tenho condições de saber a taxa de juros praticada nesta rolagem, mas certamente a taxa deve ter sido maior do que a taxa anterior. Então, o custo de rolagem da dívida externa privada e pública vai subir para algum nível mais alto.

Outra consequência da série de turbulências nos mercados domésticos, tanto de renda fixa quanto de ações e de câmbio, é perda de capital que os bancos e provavelmente as corretoras tiveram nas posições próprias em ações. É claro que esta perda só se materializou se o banco, a corretora ou o investidor vendeu no nível mais baixo da Bolsa. Mas, de qualquer maneira, potencialmente, deve ter havido uma perda para bancos que carregavam posições em ações.

Outra perda é a queda no preço dos “Bradys”, principalmente os papéis da dívida externa brasileira que são negociados no mercado internacional e que fazem parte da carteira de bancos ou de fundos. Alguns desses fundos são constituídos em regiões “off-shore” ou paraísos fiscais. Só para dar uma idéia da queda de preços: tomando-se um período arbitrário ( não tenho nenhuma pretensão de descrever o que de fato o que aconteceu) — no período de 14 de outubro a 14 de novembro, o preço dos IDUs caiu 7 a 8%; o “discount bond,” 17,5%; o “ par bond “, 13%; e o “C bond “ 21.3%. Tomando-se um período mais recente, quando a situação melhorou um pouco, o intervalo de um mês, entre 20 de outubro a 20 de novembro, o IDU caiu 5,5%; 12.8% caiu o “discount bond” ; o “parbond” 10% e 15% o “C bond”. Então, nós tivemos quedas acentuadas no valor desses títulos e isso significa que fundos ou bancos, basicamente fundos, que estavam muito alavancados nesses papéis, provavelmente tiveram perdas de capital significativas. Quanto é? Não sei, não existe estatística sobre isso, mas eu tenho a impressão que deve ter havido uma queda expressiva no valor desses fundos.

Um outro problema é que esses fundos são, geralmente incorporados em regiões “off-shore” ou paraísos fiscais, de frouxa regulamentação, mas são administrados por instituições financeiras brasileiras e os seus cotistas podem ser investidores brasileiros.

Então, você tem três combinações explosivas: fundos ou bancos que operam em regiões de baixa regulamentação; alta alavancagem das carteiras e alta volatilidade nos ativos. Esta é realmente uma combinação explosiva podendo afetar o sistema financeiro e o patrimônio dos fundos. Eu fiz uma conta rápida, sabendo que há uma relação inversa entre alavancagem e volatilidade desses papéis. Então, se houver uma queda de 11 a 12% nos preços dos papéis, isto praticamente acaba com o patrimônio dos fundos. Então, os números de queda de preços que eu mostrei aos senhores são próximos a estes. Obviamente, o mercado melhorou recentemente, mas de qualquer maneira deve ter havido uma perda de capital acentuada para fundos.

Outro efeito é a queda na renda recorrente dos bancos, pelo fato de caiu o patrimônio dos fundos e isso significa que a receita de taxa de administração de fundos também deve ter caído. Esta é uma perda que vai continuar daqui para a frente, não ser que se recupere o valor do patrimônio dos fundos.

Finalmente, outro efeito é o problema da segmentação do mercado interbancário. Quando há um período de restrição de crédito no mercado, ocorre uma separação nítida entre bancos doadores e tomadores de recursos. Os bancos credores tendem a ficar mais seletivos para quem emprestar e certamente isto afeta o mercado, principalmente contra os bancos médios e pequenos.

Para terminar, quero apresentar quatro conclusões rápidas, três com relação à indústria bancária e duas com relação à sua regulamentação. Quanto à indústria bancária, apesar da intensidade, da gravidade e da duração desses choques, o sistema bancário brasileiro resistiu bem até o momento. O sistema mostrou uma robustez e uma capacidade de resistência que não se observou nos casos da Coreia, da Indonésia e da Tailândia. Então, isso na verdade mostra um grau de robustez no sistema financeiro que amorteceu e não amplificou essas crises que aconteceram. Então, o sistema financeiro está em boa situação financeira e pôde amortecer essas crises e não torná-las mais graves ainda.

O segundo ponto é ainda quanto à estrutura. Esta crise vai fazer com que o movimento de concentração bancária aumente, vai haver mais fusão, aquisição e concentração de bancos e esse movimento, que já era intenso, vai continuar; provavelmente facilitando a privatização de bancos estaduais, inclusive do Banespa, que é o último grande banco estatal de varejo. O terceiro ponto refere-se à aceleração do processo de internacionalização do sistema bancário brasileiro, porque uma das maneiras de tornar o Brasil menos vulnerável a essas crises é tendo mais bancos estrangeiros aqui dentro. Então, certamente isso acelera o processo de internacionalização que já está acontecendo.

Por fim, duas conclusões sobre regulamentação. Primeiro, nós tivemos uma predominância dos riscos de mercado nesta última crise. Os riscos de mercado afetam os bancos de maneira extremamente rápida. A falência do Barings, por razões de risco de mercado, não durou mais do que duas semanas. No

caso do risco de crédito, o problema vai se acumulando lentamente ao longo do tempo. No risco de mercado, o efeito é quase instantâneo. Então, é realmente um problema de regulamentação e é preciso se aderir às regras da Basileia, que promovam uma melhor regulamentação contra riscos de mercado.

A última conclusão é ainda com respeito aos fundos de bancos em regiões “off-shore”. Aí o problema da regulamentação bancária internacional está funcionando mal. O Banco de Compensações Internacionais prega a supervisão bancária consolidada, mas quando se tem regiões com baixa ou fraca supervisão e existem operações com ativos de alta volatilidade e alavancagem também elevada, isso é realmente um coquetel explosivo para o mercado financeiro. Eu acho que enquanto não se puder ter uma regulamentação um pouco mais séria nos paraísos fiscais, nós corremos o risco de ter problemas e que acabam afetando inclusive o volume de reservas internacionais do Brasil, como se viu na experiência recente.

Era o que eu tinha a dizer. Muito obrigado.

## **MEDIADOR**

Obrigado, Alkimar. Antes de passar para o Cysne, eu gostaria de lembrar que um dos tópicos deste painel “Alongamento e Denominação da Dívida Pública”, todos sabem que o Banco Central e o Tesouro vinham conduzindo um processo de alongamento da dívida que, naturalmente, foi prejudicado pela crise e eu gostaria de pedir aos palestrantes que se seguem para tecerem comentários sobre esse tema que me parece ser importante para o mercado, no momento, tanto a questão do alongamento quanto a da denominação da dívida, por exemplo, as ententes cambiais que são denominadas em dólar, etc. O professor Rubens Cysne, por favor.

## **RUBENS PENHA CYSNE - Revisado**

Antes de iniciar a palestra, desejo agradecer; na verdade, a pessoa mais adequado para fazê-lo seria o professor Carlos Ivan Simonsen Leal, que me pediu que transmitisse os agradecimentos e eu o faço, também em nome da Fundação, ao Excelentíssimo Senhor Prefeito, pela denominação de uma via pública com o nome do professor Mário Henrique Simonsen, que será também homenageado, hoje, com a inauguração da Biblioteca Mário Henrique Simonsen.

Agradeço também ao José George Bezerra, que está aqui ao meu lado, um dos diretores-executivos do Banco Fonte-Cindam, não apenas pelo patrocínio do evento, mas também por ter efetuado uma troca, a meu pedido, intermediando esta sessão, ao invés da sessão na qual estava inicialmente agendado.

Eu tinha realmente imaginado uma apresentação versando sobre sistema financeiro, mas certamente nada poderia acrescentar ao que os ases do assunto já cobriram, seja no painel anterior, seja a brilhante exposição do Dr. Alkimar Moura neste painel.

Certa vez, em um discurso para trabalhadores argentinos, o Presidente Domingo Peron afirmou que, até aquele momento, os salários subiam pelas escadas, e os preços pelo elevador. E que a partir de então, com ele no poder, seria o contrário. Os preços passariam a subir pelas escadas e os salários pelo elevador. Ao olhar para seu Ministro da Fazenda e perceber que talvez tivesse ido longe demais, emendou: por outro lado, com tantos trabalhadores no elevador, ele terá que subir mais devagarinho...

Em junho de 1994, com a introdução do Real, o Brasil trocou, com eficiência, o imposto inflacionário sobre a moeda (na verdade, um confisco, pois não é votado ou aprovado pelo Congresso) por aumento da dívida pública. Os excessos da oferta sobre a demanda por moeda passaram a subir pela escada, e a dívida pública pelo elevador.

O Plano Real, implementado desde março de 1994 (com a URV), e em sua forma final ao final de junho de 1994, teve impacto sobre todas as reformas em curso na economia brasileira.

A abertura comercial teve o seu primeiro grande estímulo em 1990, quando foram eliminadas as barreiras não tarifárias às importações e anunciado um cronograma de reduções tarifárias que se estendia, em sua versão final, de fevereiro de 1991 a julho de 1993. Com isto, as importações, que se encontravam praticamente estagnadas entre 1990 e 1992, cresceram em torno de 25% em 1993, 31% em 1994 e 51% em 1995. Ou seja, embora o estímulo inicial à abertura tenha se dado em 1990, o efetivo crescimento das importações apenas ocorreu de 1993 em diante, particularmente nos anos de 1994 e 1995. De 1995 a 1997, o crescimento médio anual regrediu para 11%.

O fomento ao processo de abertura a partir de 1994 facilitou a estabilização de preços. Tratava-se da estratégia de proceder, no financiamento do déficit operacional do setor público, a troca do imposto inflacionário por poupança externa. Em adição, havia a necessidade de acomodar o crescimento do déficit público ocorrido a partir de 1994. Neste sentido, utilizaram-se não apenas reduções tarifárias, como também valorização do câmbio nominal e real. Em adição, antecipou-se em três meses a tarifa externa comum do Mercosul.

Este processo apresentou alguns sobressaltos ao longo dos três anos e meio subsequentes. Mas nada que fizesse regredir substancialmente o fomento às importações ao que ocorria anteriormente à 1990, quando havia sérios óbices às importações que competiam com a produção doméstica. O primeiro retrocesso ocorreu ao final de 1994, quando a crise de balanço de pagamentos levou a um certo nervosismo dos mercados internacionais de capitais. Instituíram-se então restrições às importações através de aumentos de tarifas de um grupo selecionado de produtos, bem como de restrições não tarifárias, expediente que não mais se utilizava, desde 1990.

O segundo retrocesso se deu ao final de 1997, quando da crise asiática, que reduziu novamente a liquidez internacional à disposição do Brasil.

Cabe avaliar os números que traduzem a troca de imposto inflacionário por poupança externa no financiamento do déficit operacional do setor público. Por isto, definimos aqui como imposto inflacionário não apenas os ganhos do Banco Central com a inflação, mas também as transferências inflacionárias para os bancos públicos. Neste caso, o ganho para o governo (apenas com os juros reais negativos pagos pela base monetária e pelo excesso dos depósitos à vista sobre as reservas fracionárias dos bancos públicos), girava em torno de US\$ 16,5 bilhões ao ano, nos 12 meses antes do Real. Nos 36 meses após o Real, esta estatística situou-se em torno de US\$ 2,4 bilhões ao ano.

Suponhamos que o déficit público operacional tivesse se mantido constante após o Real. Neste caso, uma queda do imposto inflacionário de US\$ 14,1 bilhões ao ano deveria implicar um aumento adicional do passivo líquido do setor público, em relação à situação pré-Real, também da ordem de US\$ 14,1 bilhões. Ou seja, se antes o passivo líquido do setor público crescia um certo montante de reais ao ano, agora passaria a crescer este mesmo montante acrescido de US\$ 14,1 bilhões. Este fato se depreende diretamente da tautologia que iguala o déficit real (calculado com juros reais) ao aumento do valor real do passivo público, e da definição de déficit operacional como déficit real mais imposto inflacionário arrecadado pelo Banco Central e pelos bancos oficiais.

Na verdade, entretanto, sabemos que o déficit operacional se elevou após o Real, o que significa que a variação do passivo do governo, em relação à situação pré-Real, deve superar a queda do imposto inflacionário, fato corroborado pelos dados. Uma pergunta interessante a ser efetuada, entretanto, é a seguinte: quanto do aumento da dívida líquida do setor público após o Real se deve à queda do imposto inflacionário?

A estatística fiscal que mais se aproxima da variável Z acima é dada pela dívida fiscal líquida do setor público, publicada pelo Banco Central. Esta variável é construída de forma que sua variação reflita as necessidades de financiamento do setor público, diferindo da dívida líquida do setor público por não incluir ajustes patrimoniais e, em particular, os resultados das privatizações. Observe-se ainda que a sua utilização nos obriga a adotar como definição de governo, na análise aqui efetuada ao longo de toda esta seção, aquela utilizada pelo FMI e pelo Banco Central, incluindo não apenas as esferas da administração direta federal, estadual e municipal, como no conceito das Contas Nacionais, mas também as empresas estatais.

Esta dívida fiscal líquida do setor público passou de R\$ 145,7 bilhões em junho de 1994 para R\$ 271,0 bilhões em junho de 1997, apresentando pois uma variação de R\$ 125,3 bilhões no período de 36 meses após o Real.

Comparando-se os números da dívida fiscal líquida com os números do imposto inflacionário antes e nos 36 meses após o Real, supondo-se uma taxa média cambial real/dólar próxima à unidade, pode-se dizer que aproximadamente um terço (423/1253) do aumento da dívida líquida fiscal do setor público ocorrida após o Real pode ser explicada pela redução do imposto inflacionário. Esta parte do endividamento público representa a satisfação, atendida pelo governo, de um desejo que a sociedade queria ver atendido. É claro que o ideal teria sido trocar o imposto inflacionário por redução de despesas,

e não por dívidas a serem pagas no futuro. Mas, como diz o provérbio chinês, não se caminha um quilômetro sem se dar o primeiro passo.

No arrazoadado anterior, comparamos a variação de um passivo líquido com um fluxo acumulado, ambos durante um prazo de 36 meses, efetuando as extrapolações necessárias. Uma outra possível comparação, esta entre fluxos, baseada no prazo de 36 meses após e doze meses antes do Real, pode ser efetuada, também com base em extrapolações, dividindo-se a economia nos setores governamental, privado e externo.

Sob esta ótica, o déficit operacional se financia, como se sabe, pelo excesso da poupança privada operacional sobre o investimento privado, pela poupança externa operacional e pelo imposto inflacionário.

Da mesma forma que no exercício anterior, pode-se dizer que, se mantido constante após o Real o total dado pelo déficit público operacional mais o investimento privado menos a poupança bruta (real) do setor privado, o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos (poupança externa) deveria aumentar anualmente, relativamente à situação anterior, em algo da ordem de US\$ 14,1 bilhões.

Os dados disponíveis mostram que a poupança externa aumentou, em termos anualizados, e extrapolando-se os valores ocorridos nos 12 meses anteriores ao Real para os 36 meses posteriores ao Real, algo em torno de US\$ 21,2 bilhões. A dissensão se dá devido ao aumento, no período, do total dado pelo déficit operacional mais a soma do excesso do investimento privado sobre a poupança privada. Se desconsidera a desigualdade entre a poupança privada real e o investimento privado ao longo de todo este período de 48 meses, pode-se ir além, dizendo-se que após o Real, a parcela do déficit público operacional, antes financiada por imposto inflacionário passou a se financiar por poupança externa, ou equivalentemente, por endividamento externo. A elevação da poupança externa mais do que compensou a queda do imposto inflacionário, em parte devido à elevação do déficit público.

A grosso modo, pode-se dizer que o Plano Real levou a economia brasileira a um outro equilíbrio, onde um imposto não aprovado pelo Congresso efetuado no presente se soma a novas despesas não cobertas pelo orçamento, para ser trocado por taxaço futura (a alternativas de redução de gastos é remota), sendo tal troca financiada por não residentes.

Quando a economia é aberta ao exterior não se estabelece esta simetria entre a elevação do consumo público e a queda do consumo privado, tendo em vista que os não residentes podem vir a financiar tal excesso de absorção sobre o produto nacional bruto.

Esta foi a válvula utilizada no Plano Real. Se o objetivo fosse estabilizar a inflação sem apelo à poupança externa, como se fez no Brasil entre 1964 e 1966, com o PAEG, os gastos públicos deveriam cair após o final de junho de 1994. Esta queda deveria ser suficiente para fazer frente à queda do imposto inflacionário (que fomenta o consumo privado através da elevação da renda disponível do setor privado), bem como à posterior elevação do consumo privado decorrente da valorização cambial e do maior acesso ao crédito. O que se viu, entretanto, foi uma elevação adicional do gasto público, com um déficit que se elevou, a despeito do aumento da taxaço sobre o setor privado. O resultado passou a ser uma necessidade



anual de captação de poupança externa perigosamente elevada, tornando a economia brasileira demasiadamente vulnerável às oscilações dos fluxos de financiamento externo.

Voltando especificamente à troca de imposto inflacionário por poupança externa, pode-se dizer que a operação apresenta vantagens e desvantagens, sendo seu saldo final função do que se conseguir fazer neste período pós-Real.

A primeira vantagem, como já salientamos, é que a troca de imposto inflacionário por taxa futura traduz um certo respeito à cidadania, pelo fato de que impostos, ao contrário de confiscos, são ao menos votados no Congresso Nacional.

Outra vantagem é que impostos futuros poderão melhor identificar quem paga, abrindo-se, desta forma, uma redução dos mecanismos de concentração de renda na economia brasileira.

Uma terceira vantagem, talvez a mais importante delas, é o aumento de eficiência e produtividade produzida pela estabilidade de preços. A arrecadação de imposto inflacionário gerava, historicamente, custos de bem estar da inflação da ordem de 3,1 % do PIB, para arrecadar algo em torno de 2,2 % do PIB. O primeiro número, 3,1% do PIB, representa a má alocação de recursos de uma sociedade que destinava mais de 12 por cento de seu PIB ao sistema financeiro, fundamentalmente para apressar as liquidações monetárias. O segundo número, de 2,2% do PIB, equívale ao valor médio histórico das perdas do setor não bancário da economia, diretamente decorrentes da inflação, com o qual o Banco Central fechava as contas públicas.

Uma quarta vantagem reside no fato de este novo equilíbrio acarretar, pelo menos durante um certo tempo, uma clareza maior do investidor externo, permitindo financiar parte relevante do déficit em conta corrente com investimentos diretos. Particularmente para o governo, isto abre maiores possibilidades, embora mantendo constante seu passivo líquido, de reduzir sua dívida líquida, através de privatizações.

Passemos agora às desvantagens. A primeira não representa exatamente uma desvantagem, mas sim um sinal de alerta. Trata-se da possibilidade de que da troca de imposto presente por taxa futura decorra, devido ao fato de esta taxa futura não ser plenamente percebida hoje, leve a uma queda na base política para a redução de despesas públicas. Representa este um conhecido problema, já ocorrido várias vezes no Brasil, desde 1986, do doente febril que aproveita o efeito do analgésico para ir à praia. Sendo que agora, além dos investimentos diretos estrangeiros e das baixas taxas de juros internacionais, há ainda os analgésicos, de oferta limitada, das receitas decorrentes das privatização e das concessões.

A segunda desvantagem, esta do ponto de vista fiscal, é que endividamento, ao contrário de confisco, tem que ser pago no futuro. Há que se pagar o principal, a desconfiança do credor (que não é pequena no caso do governo brasileiro) e o seu custo do tempo (os juros). Trata-se, pois, de um tempo caro que precisa ser muito bem aproveitado. Coisa que o Brasil precisa aprender a fazer em ambiente democrático.

No Brasil, houve uma inversão do ciclo político. Lembro-me até, aproveitando a presença do prefeito, que certa vez, comentando com um colega sobre essa inversão do ciclo político, eu mencionei — falava eu com o Daniel Dantas — : “Olha, o Fernando Henrique devia ter seguido o exemplo do César Maia, porque ele começou com aquelas obras todas, todo mundo muito chateado, mas no final, entre aspas, tirou o bode da sala, e aí saiu com uma popularidade política muito grande”. Virou-se o Daniel para mim e falou: “Sim, Rubens, mas imagina se o Fernando Henrique fosse seguir o César Maia, já parou para pensar no tamanho da ciclovía?”

Então, essas são as considerações que gostaria de colocar para discussão na Mesa, passando a palavra ao Georges. Obrigado.

### **MEDIADOR**

Obrigado, Rubens. Passemos à última exposição do painel com o Dr. Gustavo Loyola.

### **GUSTAVO LOYOLA**

Este painel propõe temas bastante amplos e evidentemente é muito difícil cobri-los todos, mas eu vou tentar pegar um pouco do que o Rubens expôs, o Alkimar, enfim... e tentar comentar, colocando um pouco as minhas visões.

Eu acho que na base de toda discussão está evidentemente a atual situação conjuntural brasileira e os seus desdobramentos futuros. O Alkimar fez uma enorme lista de perdas derivadas das recentes oscilações no mercado desse estresse pelo qual passou o Real, e o Rubens trouxe uma discussão interessante sobre a natureza do Plano Real, o que ele chama a troca do confisco inflacionário por taxaço futura, por poupança externa, etc.

Eu queria, em primeiro lugar, colocar uma meditação sobre a questão da vulnerabilidade. Eu acho que não existe mais a dicotomia vulnerável-invulnerável, não existe essa divisão. Eu acho que há, isso sim, um contínuo que ordena os países, de acordo com o grau de vulnerabilidade, os mais para os menos vulneráveis. Mas, na realidade, na presença de uma crise sistêmica, hoje, por exemplo, vamos imaginar que haja um colapso generalizado nas economias asiáticas, eu acho que todos os países são afetados, em prazos e intensidades diferentes, mas todos os países são afetados. “Ah, por que isso é importante?” Isso é importante porque nós precisamos distinguir, quando analisarmos as consequências para o Brasil — e é impressionante a similitude que isso tem com crise bancária — para a questão de uma crise isolada e crise sistêmica.

Eu não acredito que os governos dos países do G7 sejam tão irresponsáveis, a ponto de permitir o risco de uma crise, digamos, sistêmica que possa, por exemplo, se originar na Ásia. Eu acho que os exemplos na disposição do Fundo Monetário e de outros países, de colocar, por exemplo, recursos na

Coréia mostra isso. Portanto, eu coloco com baixa probabilidade, no cenário futuro, da ocorrência de uma crise que esteja absolutamente... vamos dizer, que tenha um grau de alastramento muito grande e que possa atingir um país como o Brasil dessa forma. Eu continuo acreditando que o fundamental para nós, ou melhor, eu continuo acreditando que o destino do País depende mais de nós mesmos do que de crises externas. É como se fosse um vendaval, uma crise externa balança a árvore, balança o prédio, mas não vai derrubar, se tivermos os fundamentos macroeconômicos corretos e daí está a importância da discussão que o Rubens trouxe para nós.

Agora, uma outra questão que deve ser colocada também é que nós não podemos raciocinar no mundo prático, principalmente quem trabalha no mercado financeiro ou no Governo, com modelos de mercados perfeitos. As crises e os problemas que têm ocorrido mostram que há imperfeições no mercado, que devem ser consideradas. Por exemplo, eu não vejo o grau de oscilação ou de variância da Bolsa, como indicador de vulnerabilidade; ao contrário, eu vejo mais como um problema de deficiência estrutural do mercado. Uma Bolsa que tem 75% do seu movimento concentrados num único papel, com uma empresa que está sujeita a declarações de Ministros, a privatização que vai ou não vai, etc., eu acho que nós podemos buscar fontes de variância muito mais em nível microeconômico do que macroeconômico. Os mercados brasileiros mostraram, nos últimos meses, episódios que mostram algumas deficiências estruturais e que a gente tem que considerar e até, do ponto de vista do regulador, tem que estar atento para essas deficiências, para que elas não contaminem o todo.

Uma outra questão — e aí eu entro na questão do câmbio, mais propriamente — eu acho que a análise dos fundamentos macroeconômicos do Brasil tem que ser feita com uma interpretação muito mais dinâmica do que estática. O mercado, de alguma forma, sofre de, na falta de outro nome, do que eu chamei aqui de “síndrome do colapso do horizonte”, ou seja, o horizonte futuro das pessoas colapsou em um dia, como se o mundo fosse acabar naquele dia. É por isso que a nossa política cambial é chamada de “política de taxa de câmbio fixa”, mas se olharmos o desenvolvimento da política cambial, principalmente a partir de fevereiro de 1995 para cá, vemos que ela não tem nada de taxa de câmbio fixa; ela, aliás, está programada para trazer uma desvalorização cambial e por quaisquer padrões mundiais, nós podemos considerar que a desvalorização cambial ocorrida de fevereiro-março de 1995 até hoje pode ser considerada agressiva ou moderadamente agressiva. O que essa política cambial não tem é descontinuidade e felizmente não tem descontinuidade.

Concordo plenamente com o Rubens que é preciso avaliar se a mudança do regime cambial, hoje, trará benefícios. No meu ponto de vista, não; será uma quebra de uma regra que acredito ser suficientemente flexível para o momento e que evidentemente não gera riscos de recrudescimento de inflação, etc e, principalmente, riscos de credibilidade, e eu acredito que uma desvalorização cambial por si só não esgota a expectativa do mercado em relação à nova desvalorização. Isso é clássico na literatura sobre regimes cambiais, quer dizer, sobre taxas fixas. Então, eu não acredito que dois erros possam

produzir um acerto. Se há uma desvalorização e eu não estou dizendo aqui que existe, mas se há ela certamente não será corrigida adequadamente com uma desvalorização abrupta do Real.

O que é importante e onde está a nossa fragilidade maior — e o Rubens apontou isso bem — é na questão fiscal e na sustentabilidade dessa posição fiscal ao longo do tempo. Infelizmente, nós não conseguimos ainda, na área fiscal, fazer as mudanças que são necessárias. Um dia desses, numa palestra, eu fiz a seguinte comparação: eu disse que o problema dos países da Ásia ocorre muito por um certo esgotamento do modelo, ou seja, é um problema quase que geriátrico, enquanto que, no Brasil, nós temos um problema de adolescência, ou seja, na realidade, a economia brasileira se moderniza, se reestrutura, depois do Plano Real, de forma absolutamente heterogênea: algumas partes maturam mais rapidamente e outras ainda estão no estágio muito primitivo. A questão fiscal, por exemplo, é... o setor privado, por exemplo, se adiantou bastante, enquanto que o Governo, do ponto de vista fiscal, não conseguiu, por várias razões, implementar todas as reformas que seriam necessárias, e certamente a reforma da previdência e a reforma fiscal são as duas mais importantes.

Enfim, não temos tempo para discutir sobre quais foram as razões de essas reformas não terem obtido êxito até agora. Mas eu acho que as culpas não podem recair exclusivamente sobre o Poder Executivo Federal, porque existe todo um processo e, às vezes, eu me pergunto se nós, economistas não estamos exigindo demais ao pleitearmos reformas econômicas de tal profundidade, sem antes termos uma reforma política. O prefeito César Maia se referiu aqui, pela manhã, à necessidade de mudanças no sistema político. Quem sabe nós não estamos querendo demais, exigindo demais, desse sistema político que aí está.

Por outro lado, também, quando se analisa friamente o desempenho do Congresso Nacional nos últimos dois anos, eu acredito que raramente se viu, na história do Brasil, recente, um período tão ativo, em termos de mudanças e de votação de leis fundamentais para o País. Também não se pode dizer que é porque o Legislativo não está trabalhando, etc. etc. Eu acho que existe todo um sistema que é muito complicado, principalmente, porque são mudanças nas quais os benefícios são muito diluídos, são benefícios futuros e os custos são muito concentrados e que são incorridos no momento. Então, é muito difícil fazer qualquer alteração de legislação que tenha esse perfil. Mas eu continuo otimista e acho que vamos avançar nessas reformas e a proximidade da tempestade dá um pouco de sentido de urgência e ajuda a quebrar certas resistências à mudança que nós temos em algumas áreas.

Com relação a alguns temas aqui... foi colocado como tema “instituições financeiras estaduais e federais”. Francamente, eu acredito que felizmente para a História Brasileira, as instituições estaduais estão em extinção, principalmente por meio da privatização, e acredito que seja talvez uma das mudanças estruturais mais importantes que estão sendo feitas e pelas quais o sistema financeiro está passando. Nós estamos acabando com uma série de Bancos Centrais estaduais, institutos emissores, pertencentes a Estados e isso me parece um grande desenvolvimento institucional. Imaginem como um Banco Central independente poderia conviver com essas instituições? Seria interessante colocar essa questão... E

também as instituições federais, a venda do Meridional, ontem, aponta um caminho e eu acredito que, ao longo dos próximos anos, o próprio tamanho da participação federal no sistema financeiro tende a diminuir.

A questão do alongamento e denominação da dívida... existe um trade-off, claro, entre a desejabilidade de alongamento da dívida, principalmente colocando-se, por exemplo, a dívida de médio prazo com taxas de juros fixas e a de longo prazo, com algum indexador, ao mesmo tempo de ter que conviver com o perigo da contaminação pela indexação. Quando o professor Bulhões imaginou a indexação, nos idos de 1964, 65, 66, ou seja, em meados na década de 60, ele não imaginava que o grau de indexação da economia brasileira pudesse chegar aonde chegou. Essa é uma insegurança que se tem, onde se explica a origem da resistência, é onde está a resistência para se voltar a indexar.

Evidentemente, com essa subida de juros recente, a tendência é, de novo, de redução do seu prazo; por um lado, os aplicadores não vão aceitar, a não ser com um prêmio muito alto, dívida mais longa e, evidentemente, para o Governo seria uma bobagem tentar forçar um alongamento de dívida, no momento em que a taxa de juros está acima do que poderia ser considerada uma taxa de juros normal, de médio e longo prazos. É mais do que uma técnica, é uma arte lidar com esse processo de alongamento.

Com relação ao sistema financeiro, eu acho que o Alkimar já fez uma brilhante exposição sobre a situação do sistema financeiro e não preciso me alongar, mas apenas dizer que nós começamos, felizmente, algumas mudanças no sistema financeiro, antes de que houvesse essa ameaça de uma crise externa. O nosso sistema financeiro está numa situação muito mais sólida do que os sistemas financeiros asiáticos, de uma maneira geral, e o grau de transparência de suas operações, a estrutura de ativos e passivos... uma questão importante, por exemplo, no Brasil é o baixo grau de alavancagem de crédito das instituições financeiras brasileiras, em termos... se comparado com padrões internacionais, o elevado valor dos depósitos compulsórios no Banco Central, que evidentemente podem ser liberados no caso de uma crise, enfim, tudo isso mostra que nós temos um sistema financeiro muito mais sólido, embora eu acho que, como disse o Alkimar, algumas consolidações continuarão ocorrendo, e ainda existe alguns problemas de rentabilidade no sistema financeiro, ou seja, o processo de ajuste de custos do sistema financeiro ainda não terminou, mas esse é um processo que toma tempo e acho que não há outra maneira.

Para terminar a minha fala só quero fazer uma provocação: a questão da mistificação do câmbio... Eu não acho que o câmbio, pelo menos, até onde eu sei, seja um assunto místico, eu não vejo que existe uma mistificação; eu acho que não é mito mas apenas acho que não pode ser a solução. O câmbio não é a solução para problemas estruturais do País e acho que tentar resolver problemas estruturais via câmbio seria um grave erro. Obrigado.

## **MEDIADOR**

Obrigado, Gustavo. O professor Rubens gostaria de fazer um comentário.

## **RUBENS PENHA CYSNE**

Eu apenas falei isso porque o Diretor de Política Monetária disse no jornal que desvalorizar ou não o câmbio era a diferença entre a vida e a morte do Plano.

## **MEDIADOR**

Antes da sessão de perguntas, vamos passar a palavra ao Presidente da Mesa, o prefeito César Maia, para que possa sumarizar as exposições e acrescentar os comentários que desejar, também sobre o tema.

## **CÉSAR MAIA - Não Revisado**

Tentando listar uma interseção entre o que foi dito entre os três brilhantes expositores e na ordem das exposições, o que nós ouvimos foi uma mudança que estaria ocorrendo na estrutura patrimonial do sistema financeiro, em função de um conjunto significativo de perdas ocorridas nas últimas semanas e com isso se estaria criando um novo ambiente, com o aumento da concentração bancária, com uma internacionalização ainda maior e com uma indução à aceleração da privatização dos bancos públicos; a necessidade de regulamentação do mercado se impõe com vistas ao mercado de riscos recorrentes. E a constatação de que, com as mudanças que o sistema bancário viveu, hoje, ele é suficientemente sólido para viver essa conjuntura.

Em seguida, falou-se sobre a troca do imposto inflacionário pela poupança externa e suas conseqüências no que se refere a um bem-estar que não durou tanto assim. Falou-se também que a conjuntura futura, em relação a esse mesmo bem-estar, dependerá de um ajuste fiscal externo permanente e não episódicos, como os atuais; e se assim for, o câmbio perderá o seu envoltório de hoje.

A seguir, o Dr. Loyola nos falou sobre a sua visão da vulnerabilidade, que não é de forma alguma determinativa; falou sobre o impacto desestruturante sobre o Brasil, como sendo improvável num futuro previsível; que nenhuma mudança cambial, hoje, traria qualquer benefício; que a grande questão continua sendo a enorme fragilidade fiscal; sublinhou também a diferença que existe entre a crise asiática, que é a crise de esgotamento de um modelo, e a nossa crise, que é a crise de gestação de um modelo. E, finalmente, falou da importância da redução da participação pública no sistema bancário que vem ocorrendo, como um diminuidor de incertezas e descontroles da política monetária.

Este seria o sumário e, para não dizer que não falei de cravos, eu acho que todos os comentários foram demasiadamente delicados para a gravidade e do impacto dessa desadministração das finanças públicas, depois do Plano Real. Eu acho que as oportunidades que o Plano Real nos ofereceu — eu fui

gestor do setor público nesse momento e vivi o que o Plano Real nos ofereceu de possibilidades, e o fato de os governos federal, estaduais e municipais não terem simplesmente cumprido o que determinava a Medida Provisória produziu um impacto fiscal avassalador; saímos de 0,5% do PIB de déficit público, com o facilitário do imposto inflacionário e chegamos a 5% de déficit público que, se somado ao incremento de receita de 5% do PIB, nós chegaríamos a uma desestruturação fiscal de 10% do PIB, portanto, mais de três vezes aquilo que o Governo quer conseguir com essas medidas improvisadas e episódicas que está adotando nesta conjuntura. Era apenas isso.

## **MEDIADOR**

Passemos para a sessão de perguntas, pedindo às pessoas que se identifiquem.

Não vou fazer perguntas, mas apenas algumas observações com relação à fala do Dr. Alkimar, sobre a situação da carteira de empréstimo dos bancos. Eu queria dizer que eu estava iniciando um pequeno trabalho sobre o sistema bancário, e fui às estatísticas do Banco Central e separei setor privado e setor estatal. No setor privado, eu peguei todas as instituições, desde sociedade de crédito e financiamento, multibanco, e do setor estatal, eu também peguei todas elas, como bancos múltiplos, comerciais, Banco do Brasil, BNDES, Caixas Econômicas.

O que é que eu encontrei? Encontrei que no setor privado, no mês de maio de 1994, o comprometimento da carteira dessas instituições era de 4%; ela evolui até maio de 1997, para 12%; e depois cai, em agosto, para 8,5% e não existem outras informações no Banco Central. Acredito que, hoje, para dezembro e janeiro, vá para 10 ou 11%. Fui às instituições do setor estatal e sai de 12% em maio de 1994 e bate 32% em agosto. É um comprometimento extraordinário e acho que isto já não está mais em 32% porque, lá para dezembro e janeiro, deve alcançar os 35% mais ou menos.

Mas a surpresa maior ainda não foi isso, foi que, quando eu pego o setor estatal e pego os créditos em atraso e em liquidação e confronto com as provisões, há um diferencial de 15 bilhões de reais que estão descobertos de provisão. E aí eu vou colocar isso junto ao patrimônio líquido dele e isso dá um comprometimento do patrimônio líquido do setor estatal de 78% e esse setor estatal participa com 58% do total do sistema financeiro. Então, é uma situação extremamente dramática. Aí, eu pergunto: com um Banco Central independente, como ele ia lidar com uma situação dessas, se o setor estatal está fortemente influenciado pelo setor político? Seria inteiramente impossível e ele pode até contaminar o setor privado, porque ele representa 60% do total do sistema. Não sei se o Banco Central está atento à evolução desses números que eu acho que são da maior relevância. Era isso que eu queria dizer ao Dr. Alkimar.

## **ALKIMAR MOURA**

Eu agradeço a intervenção porque, na verdade, enriquece o que eu estava falando no seguinte sentido: o número que eu mencionei foi um número global e o seu comentário discrimina entre o setor privado e o setor público, e mostrando o quadro dramático da situação dos bancos estaduais oficiais, que estão com uma carteira de créditos de uma qualidade muito complicada. Realmente, eu só tenho a agradecer essas informações que enriquece muito a exposição..

Na verdade, esses bancos têm funcionado como instrumentos auxiliares do Tesouro. A deterioração do sistema bancário oficial no Brasil decorreu do fato de que, como os Estados e Governo Federal às vezes não tinham condições de tributar, eles usavam o sistema bancário como fonte auxiliar de financiamento de atividades e de projetos que deveriam ser financiados pelo orçamento e não foram, levando a financiamento de projetos ou de atividades inviáveis. O resultado foi essa grande concentração de créditos de qualidade difícil. Acho que o Gustavo também tem alguma coisa a falar sobre isto.

#### **GUSTAVO LOYOLA**

Essa intervenção foi muito oportuna e eu não poderia deixá-la passar em brancas nuvens sem alertar para o seguinte: esses números mencionados refletem não apenas — é claro que houve um aumento na inadimplência em 1995, mas eles refletem, no que diz respeito aos bancos do setor público, não apenas um aumento da inadimplência mas refletiam, isso sim, uma política deliberada e correta de reconhecimento de créditos e liquidação de créditos que já existiam na carteira e que estavam sendo cursados com créditos normais, ou seja, na realidade, o que se fez foi tirar o mando diáfano da fantasia, como diz o escritor, para mostrar a nudez forte da verdade. Os bancos estatais, inclusive o Banco do Brasil, tinham créditos de difícil liquidação, engendrados, construídos, na sua atuação passada, e grande parte desses créditos está hoje reconhecido como de difícil liquidação, dando maior transparência.

Uma outra questão para a qual eu acho importante chamar a atenção é — sobre a qual o Alkimar falou — é que as instituições federais atuaram como auxiliares importantes nas políticas públicas, correta ou incorretamente, e é preciso construir, daqui para a frente, um sistema em que possam ficar isoladas ou mais isoladas desse processo, principalmente a Caixa Econômica Federal que mais recentemente tem tido um papel importante de pião num processo de reestruturação de algumas dívidas estaduais, da reestruturação do sistema financeiro estadual, assim como o BNDES no caso mais amplo.

Então, existe hoje um processo de explicitação que a gente chamava, no Governo, de “explicitação de esqueletos”, que são dívidas antigas que estão sendo mostradas e não significa que a situação fiscal tenha piorado, ela se tornou apenas mais clara. Por fim, eu não poderia deixar de me referir a uma grande aflição que eu tive no Governo — e acho que todos têm no Governo — e diz respeito um pouco ao que o prefeito Cesar Maia disse: infelizmente, hoje, não há instrumentos ou há uma dificuldade muito grande, para o Governo Federal discriminar entre gestores públicos que cumprem o seu dever e



gestores públicos que não cumprem o seu dever, ou seja, prefeitos e governadores que são austeros, que tratam bem as finanças públicas e que aplicam corretamente os recursos, esses gestores são tratados igualmente, da mesma forma como aqueles que não tratam bem a coisa pública, que aumentam o déficit, que fazem dívidas, etc.

É sempre levantada, junto ao Governo Federal, a questão da isonomia. “Ah, mas se a cidade tal recebeu isso, por que a cidade X não vai receber também? Se o Governo do Estado Z recebeu, por que o Governo do Estado B não recebe?” Existe realmente esse problema e é lamentável que seja assim.

Só um pequeno comentário de leitor de jornal... Ontem, lendo, como faço todos os dias, a Folha de São Paulo, eu vi que no primeiro caderno, o Caderno Político, havia uma inserção publicitária de quatro páginas, em três cores, relançando o “Nossa Caixa”. Depois, eu abri o Caderno de Negócios, e de novo havia uma inserção de quatro páginas, em três cores, exatamente igual ao do primeiro caderno, relançando o “Nossa Caixa”. Fiz a leitura e a minha sensação é, até pelas cores que foram escolhidas, que estavam relançando o Banespa com o nome de Nossa Caixa. E pedi a algumas pessoas para fazerem algum comentário sobre aquele material, leitores de jornal, depositantes, como eu sou, comum e corrente, e a sensação de todos é que nós passaríamos a ter a maior instituição financeira do Brasil, a partir daqueles anúncios e, portanto, a resistência bandeirante, muito firme aqui entre nós, e é uma questão a preocupar, tanto pelo desperdício pelo recurso de recurso público, de reproduzir num caderno praticamente a mesma publicidade, no mesmo jornal e no mesmo dia, quanto a uma espécie de troco: “atenção, não paramos não, estamos presentes e vivos aqui!” Foi a sensação que eu tive ontem, lendo a Folha de São Paulo. Não é culpa da Folha, não...

## MEDIADOR

Prosseguindo com as perguntas, eu pediria, por gentileza, dado o adiantado da hora, que as perguntas fossem breves para permitir aos debatedores se estender um pouco mais na resposta. Obrigado.

A minha pergunta, coincidentemente, tem um pouco a ver... eu vou apenas complementar a primeira pergunta que foi feita. Eu me assustei um pouco, embora já soubesse disso até por dever de ofício, com as informações do Alkimar. Se a inadimplência do setor privado estava em torno de 3 ou 4, e a do setor público, em torno de 15, como disse o Alkimar — a inadimplência oficial, porque a real certamente está acima disso — a alavancagem, certamente, aumentou para compensar a perda de *floating*, quando os bancos não têm *floating*, principalmente os bancos públicos, não conseguem reduzir custos e precisavam gerar receita, geraram em cima de operações de crédito feitas de forma inapropriada e, de certa forma, imprudentes. O patrimônio líquido dessas instituições já era uma ficção, sempre foi e, cada vez mais isso está aparecendo por causa do lucro contábil.

Então, basta uma conta muito rápida para perceber que com 15% de inadimplência, uma alavancagem que aumentou e um patrimônio líquido que já era, na realidade, não tão líquido assim, é bem

provável que na maioria desses bancos o patrimônio líquido já esteja negativo. Esse problema é grave porque só os bancos públicos estaduais significam 25% do setor financeiro; se colocarmos os federais, segundo informação anterior, passa de 50% e eu achei que era um terço do sistema financeiro.

A minha pergunta é fundamentada ainda por um trabalho produzido nesta casa, pelo Novaes e o Sérgio Werlang, em 1994, com dados do Banco Central, no qual eles pegavam o patrimônio líquido do setor público apresentado e o patrimônio líquido ajustado, com dados do Banco Central, e eles chegaram à estarrecedora conclusão de que o patrimônio líquido do setor privado, na época, era de 7.5 bilhões, quando ajustado pelos créditos podres, isso era reduzido para 6,7 bilhões. Quando olharam o setor público, isso passou a 2,9 bilhões, o patrimônio líquido comunicado normalmente e, quando foi ajustado pelos créditos podres, passou a 2 bilhões negativos. Portanto, antes do Plano Real, quando ainda existia o *floating* e os problemas enfrentados pelos bancos eram muito menores, o patrimônio líquido consolidado do setor bancário comercial público já era negativo.

Com as informações do Alkimar, eu pergunto: E hoje, esse patrimônio líquido já não está negativo? Principalmente, como você distinguiu muito bem, com dois tipos de risco, risco de mercado, que é imediatamente absorvido, e o risco de crédito, que aparece aos pouquinhos, um é um problema agudo e o outro é um problema crônico. Conhecendo um pouco dos bancos públicos, como feliz ou infelizmente eu conheço, por ter passado por eles — e não teria passado, se pudesse voltar atrás — a minha dúvida é: a solução está na privatização? A privatização de quê? Nós estamos correndo um risco de ter uma massa negativa, então, está-se privatizando o passivo, a menos que a informação na sensata apresentação do Gustavo Loyola de que o Governo Federal quer acabar com esses bancos, esteja sendo espertamente utilizada pelos governadores, para aproveitar e dilapidar os bancos, e uma vez dilapidados, quando não sobra nada, passa para o Banco Central. Realmente, do ponto de vista de um governador, é uma estratégia inteligente, mas do ponto de vista do País, quanto irá custar um Proes, se o Proer custou, até março, 20 bilhões?

Outra coisa, se o patrimônio líquido é negativo, por que não simplesmente liquidar, como manda a teoria, ao invés de tentar sanear, gastar várias vezes o que aquilo vale, para depois tentar vender por um valor muito menor?

Só um esclarecimento, o Marcelo Lara Rezende foi do Bemge, um dos diretores do Banco de Estado de Minas Gerais

## **CESAR MAIA**

O Governo Federal fez o dever de casa porque ele transformou esses rombos, até onde eu sei, no que eu conheço, não é todo o Brasil, evidentemente, em responsabilidade fiscal dos governos. Essa dívida foi consolidada e refinanciada, mas o problema é que, em nível fiscal, eles não assinaram a dívida e, portanto, não estão pagando; mas, em nível do que o Banco Central fez, ele fez esse deslocamento, ele

pegou esse rombo, jogou para a área fiscal e limpou o banco, com vistas à privatização — se eu estiver errado, por favor, os senhores corrijam —, ele não está privatizando uma massa falida, ele está privatizando uma instituição que foi organizada e cuja responsabilidade foi transferida para o governo dos estados.

Eu acho que o prefeito esclareceu bem. Na realidade, esses patrimônios líquidos negativos estão se transformando em responsabilidade do acionista controlador, como aliás manda a lei. Se eles fossem liquidados, também haveria essa imputação de responsabilidade ao acionista controlador. O que, na realidade, se busca fazer é preservar algum valor que alguns bancos estaduais têm, não todos, em termos da sua clientela, da sua rede de agências, etc, ou seja, existe realmente o processo de se investir algum tempo e dinheiro no processo de recuperação para que possa ser vendido. A venda também tem algumas vantagens políticas sobre a liquidação, é óbvio, e de qualquer forma se a decisão fosse pela liquidação, para ser absolutamente coerente com toda a filosofia que o Governo vem adotando — eu falo sobre o meu período, não posso falar evidentemente do que vai acontecer daqui para a frente — mas, haveria o conceito de pagamento dos depositantes, quer dizer, os depositantes teriam que ser pagos, como foram os depositantes dos grandes bancos privados que sofreram liquidação. Então, a diferença de custo não é muito grande.

Por outro lado, eu acho que o problema do Banespa, pela sua dimensão, acaba levando a uma... eu acho que ele precisa ser examinado separadamente dos outros. Na realidade, o problema do Banespa é tipicamente um problema fiscal. Existe uma dívida do Estado com o Banco e essa dívida precisa ser paga pelo Estado, que foi feita através de um processo de refinanciamento.

Do ponto de vista dos bancos estaduais, o grande problema deles hoje é o problema de custo. Então, eles têm uma estrutura de custo absolutamente... e uma rigidez muito maior do que os bancos privados, uma estrutura de custo mais alta e mais rígida e, portanto, o processo de ajuste é mais demorado.

Mas eu acho que o objetivo final vale a pena, ou seja, na medida em que você elimina essa capacidade que os Estados têm de emitir moeda através dos seus bancos estaduais, isso traz um aumento da qualidade da gestão pública, das finanças públicas, muito grande.

### **MEDIADOR**

Infelizmente o nosso tempo está esgotado. Eu gostaria de agradecer a todos e, em particular, aos debatedores e ao prefeito César Maia e o professor Rubens Cysne tem alguns avisos.

### **RUBENS CYSNE**

Teremos aqui, no 15º andar, um almoço para todos, em homenagem ao professor Ney Coe de Oliveira, que por mais de 40 anos serviu a Escola de Pós-Graduação em Economia, da Fundação Getulio Vargas. O convite se estende a todos os presentes. Além disso, às 13h45, teremos o descerramento da

placa, no 10º andar, da Secretaria Ney Coe de Oliveira e às 14 horas voltamos ao trabalho. Muito obrigado a todos.

## PALESTRA DO ALMOÇO

Conforme o combinado, vamos ter em seguida a palestra do professor Sebastião Marcos Vital, egresso da Escola, em homenagem ao professor Ney Coe de Oliveira, lembrando que hoje, logo após a palestra, descenderemos ao 10º andar para descerrar a placa da Secretaria Ney Coe de Oliveira. Passo a palavra para o professor Sebastião Marcos Vital.

### SEBASTIÃO MARCOS VITAL - Revisado

Começarei dizendo que esta é uma das tarefas mais agradáveis das que me foram cometidas nos últimos tempos. Se pudesse, eu teria me autoconvidado para exercer este papel, não de fazer uma palestra, mas de saudar o professor Ney Coe de Oliveira que presta serviços à Fundação há 40 anos e que me presta ajuda pessoal há 30 anos, porque eu sou egresso da EPGE, da turma de 1967. A razão pela qual fui convidado é a pior possível: é que eu sou provavelmente o aluno mais velho da EPGE desde que começou o curso de mestrado. Antes de mim só houve uma turma, mas infelizmente dos melhores alunos daquela turma, dois se foram, que é o Alfredo Baumgarten Júnior e o Marcos Amorim Neto, que foram diletos amigos meus. Então, eu creio que foi por isso, ou seja, olhando a lista chegaram à conclusão que eu era o mais velho e, portanto, me caberia essa agradável tarefa, o que faço com o maior prazer.

Devo dizer, para que vocês tenham uma idéia de quem é o professor Ney Coe de Oliveira — não vou falar da carreira dele porque não cabe, mas vou falar da pessoa dele — eu não era sequer nascido, ele já era licenciado em Filosofia e Pedagogia, licenciou-se em 1939. Quando eu nasci, em 1942, ele já tinha feito um curso de química na MacKenzie. Em 1943, quando eu sequer caminhava, ele já era licenciado em Matemática e em 1950, quando eu tinha — não vou dizer quantos anos — ele já tinha um doutorado na Universidade Gregoriana de Roma, doutorado em Filosofia. Então, vocês vêem pelas diferentes formações que ele tem que ele é um homem de natureza complexa, no sentido de ser um homem de valores diferentes, rico, pleno de diferentes capacidades e que teve a gentileza, a bondade e o amor para transmiti-las a todos nós.

Eu o conheci em 1967, quando cheguei à EPGE no dia 12 de janeiro de 1967, porque naquele tempo os cursos começavam no dia 15 de janeiro, paravam no dia 15 de dezembro e recomeçavam em 15 de janeiro e assim por diante, sem ar condicionado... E logo de início eu encontrei o professor Ney no corredor, ele me recepcionou e logo me deu diretrizes sobre o Rio de Janeiro, e inclusive me indicou uma pensão que havia aqui ao lado onde agora existe um prédio. Aí ele começou a nos catequizar. E essa

nossa vida diária era muito interessante porque, antes de ser da EPGE, ele havia sido da presidência da Fundação e foi mandado pela EPGE justamente pela sua formação eclética e porque era um homem detalhista, que cuidava da EPGE com esmero e com cuidado especial, um pouco ao contrário do professor Simonsen, que era homem mais das grandes estratégias, mas que tinha um certo horror pelas coisas da administração, no dia-a-dia. Então, foi um casamento perfeito entre o Mário Henrique Simonsen e o professor Ney.

Durante o meu tempo na EPGE, nós tivemos coisas muito interessantes que eu talvez possa lhes contar algumas. Uma vez, por exemplo, um fato que foi marcante na minha vida profissional, eu tive uma briga razoavelmente séria com ele, porque havia uma sala, chamada de Sala de Audiovisual, mas que era mentira, era trancada simplesmente para que ninguém da Fundação tomasse conta daquela sala, quer dizer, uma briga por espaço. E eu conseguir arrumar a chave dessa sala, entrei e havia um telefone e dessa sala eu ligava toda tarde para uma namorada que eu tinha aqui, na Fundação. E numa dessas, o professor Ney chegou a me pegou no maior “love” lá com a namorada e obviamente deu-me uma esculhambação e me mandou voltar para o meu box que era onde eu devia estar estudando. Eu fiquei muito chateado, tive uma discussão meio altercada e voltei para o meu box. No dia seguinte, eu repeti o ritual e voltei, na mesma hora, para ligar para a namorada. Chego lá e, para minha surpresa, os fios estavam cortados, fisicamente, quer dizer, cortou e levou embora o telefone. Eu fiquei muito impressionado com isso e falei: “Poxa, isso talvez dê alguma complicação”. Bem, passaram-se uns dois dias, ele chega perto de mim, com grande zelo, e diz: “Sebastião, o professor Simonsen quer falar com você”. Eu fiquei terrificado, porque imaginei que ia ser expulso da Escola pela altercação que havíamos tido alguns dias antes. Fui falar com o professor Simonsen completamente, quase desvanecido e aí o professor Simonsen me diz: “Olha, Sebastião, queria dizer o seguinte, o Dr. Bulhões está procurando uma pessoa para ser o redator-chefe da Conjuntura Econômica e eu indiquei você”. Aí eu quase desmaiei pela segunda vez, porque eu esperava ser demitido e tinha uma proposta de emprego. Essa é uma das história que eu tive com o professor Ney.

Mas o professor Ney, nesses anos todos, foi uma pessoa que para todos nós serviu como pai, como um grande conselheiro, e ele demonstra isso, a verve que ele tem de educador, ao educar as filhas, uma das quais era assídua freqüentadora da EPGE, quando eu era estudante. Claro que ela era muito pequena e eu já era um rapaz... E formou uma em medicina, duas em engenharia, o que mostra que ele fazia em casa o que professava na Escola, porque ele nunca foi do tipo de dizia: “Faça o que eu digo, mas não faça o que eu faço”. Ele fazia em casa. Então, ele foi para todos nós um grande assessor, um pai, um companheiro, uma pessoa que sempre dedicou muita atenção e muito amor. Mas devo dizer a vocês, não sem grandes atritos, porque ele é uma pessoa perfeccionista, é detalhista e é uma pessoa que quer superar a si próprio; ele nunca está satisfeito com o que faz e quer cada dia fazer melhor. Então, de quando em quando, as relações eram tensas, eram as vezes conflitantes, mas todos nós lembramos das brigas com ele, como lembramos dos tapas que tomamos dos nossos pais, mesmo aqueles que nós não merecíamos, tiveram o seu valor e nenhum deles foi perdido.

Eu quero dizer, finalmente, que o professor Ney pode se dar por um homem realizado porque ele fez tudo o que nós gostaríamos de fazer como pessoas e como pais. Ele formou três filhas, muito bem;

como educador ele formou uma geração de economistas do mais alto calibre que eu, correndo o perigo de cometer grandes injustiças, queria enumerar alguns: começo pelo professor João Paulo dos Reis Velloso, que foi do CAE; o professor Ney também o tutorou; o professor tutorou o Beto ....., um colega da minha turma pelo qual tenho grande estima; tutorou o Carlos Von Dollinger; tutorou João Batista de Abreu que se tornou Ministro do Planejamento; Dorothea Werneck, Chico Lopes, Raul Dantas, Dionisio Dias Carneiro, e tantos outros que não posso continuar mencionando porque provavelmente não vou conseguir esgotar a minha lista e poderia ser muito injusto. Desculpem os que eventualmente... O Gustavo Loyola que está aqui presente... Mas não quero enumerar todos porque certamente cometerei injustiças. E, como diz o Moises, principalmente dentre todos os que ele educou, ele me educou e por isso sou muito grato. Professor, muito obrigado.

### **NEY COE DE OLIVEIRA - Revisado**

Permitam-me, não o tempo de um discurso, que não é o caso, depois de uma refeição, mas apenas o de o cumprimento de um dever, isto é, alguns minutos de considerações e de agradecimentos. As considerações se referem ao que mais me sensibiliza no enunciado desta placa, que já me foi mostrada, a dedicação à escola. Na verdade, dedicação ou devotamento a um trabalho ou atribuição é consequência natural da convicção que se tem sobre a importância do papel ou da função que se desempenha na instituição. E essa convicção se alimenta e se desenvolve na medida em que, por atos e fatos, se constata o êxito e os frutos dessa instituição, podendo-se até sonhar resultados de seu futuro, não com imaginação utópica, mas realisticamente buscados.

Sonhar o futuro deste EPGE, com os olhos no passado, significa conhecer e respeitar o que de melhor há no seu passado, isto é, sua tradição de seriedade e competência; seu racionalismo crítico e criativo no ensino e na pesquisa; sua imunidade a preconceitos, ideologias e dogmatismos; seu compromisso permanente com o próprio aperfeiçoamento; o espírito de colaboração e solidariedade reinante nesta casa; o exemplar devotamento responsável ao papel ou à função que aqui se exerça. Esta sua cara e jeito, nisto seu prestígio e nome, é edificante o fato de que na EPGE não se medem e nem se poupam esforços ou empenho. Na verdade, não há dificuldade e nem mesmo sacrifício para quem faz um trabalho que gosta e com ele se identifica, e se houver esse sacrifício é assumido com prazer.

Creio que essas, entre outras, parecem constituir características que definem a identidade da EPGE, inclusive a distingue no contexto da FGV. Parece-me assim que o passado e a história desta escola se tornam cada vez mais a conscientização da relevância desta obra, engrandecida pela figura inesquecível de Mário Henrique Simonsen. Relevados os compreensíveis altos e baixos por que passa qualquer instituição neste mundo, caberá à prudência, à sabedoria e à determinação das gerações por ela responsáveis, a sobrevivência fecunda e exitosa dessa EPGE, como modelo ou arquétipo que sempre imaginamos, mesmo tomando novas formas e desdobramentos que um futuro auspicioso aconselhar. Mudariam assim os acidentes, mas não a substância.

A propósito, conviria lembrar aqui que sobretudo nestes fim e começo de séculos, entre as grandes vinhas de nossas políticas públicas, se destacam a educação em geral e, em particular, a especialização de elites culturais através dos chamados centros de excelência, como esta escola. Desejaríamos que todos os privilegiados, inclusive alunos, que por aqui passassem, na plenitude de seu dever cumprido, pudessem contemplar essa frondosa árvore de seus frutos opimos com a alegria e o orgulho dos que ajudaram a plantá-la, preservá-la ou desenvolvê-la. Seria um prêmio sempre renovado.

E agora, quanto aos minutos de agradecimento que lhes pedi, esses me constituem uma agradável obrigação. Sem retórica de praxe, realmente sensibilizado, sinto-me honrado e reconhecido por essa lembrança e homenagem afetuosas, promovidas particularmente pela direção da Escola, com iniciativa confessa de nosso jovem Vice-Presidente, inspirados por duas pessoas, Clóvis e o Moisés, e com a cumplicidade amável de nosso Diretor de Pesquisas que, se não tivesse o doutorado e não estivesse mergulhado de alma e corpo no ensino e na pesquisa, eu acho que seria um brilhante empresário na difícil arte de imaginar e organizar seminário e congressos.

Assim, com gratidão e modéstia, recebo essa distinção generosa da Escola, e como não poderia omitir, expresso um obrigado pela atenção e deferência prestada por todos os presentes, muitos dos quais são amostras vivas dos frutos desta EPGE que, com o passar dos anos, vamos incorporando à nossa vida, como se parte fosse de nosso patrimônio moral e sentimental. Eu, por exemplo, tenho um genro que fez mestrado e doutorado aqui.

Finalmente, as últimas palavras são para um ilustre, muito ilustre, ex-aluno, conhecido da maioria dos presentes, que dignifica esta usina de professores, como um de seus produtos acabados, Marcos Vital. Embora suas referências sejam a expressão da velha amizade que nos liga, ainda que tenham havido aqueles mal-encontros, sou-lhes agradecido por esta manifestação pública e afetuada, repito, muito grato a todos.

Um aviso, estamos descendo para o 10º andar, onde vamos descerrar a placa da Secretaria Ney Coe de Oliveira.



## PAINEL V

### POLÍTICA MONETÁRIA: TÓPICOS ATUAIS

Presidente da Mesa:

- Carlos Ivan Simonsen Leal - Vice-Presidente da FGV

Mediador:

- José George Teixeira Bezerra - Diretor do Banco Fonte-Cindam

Debatedores:

- Affonso Celso Pastore - Ex-Presidente do Banco Central do Brasil
- Gustavo Loyola - Ex-Presidente do Banco Central do Brasil
- Rubens Penha Cysne - Diretor de Pesquisas da EPGE/FGV

## **PAINEL V – POLÍTICA MONETÁRIA: TÓPICOS ATUAIS**

Boa tarde. Vamos começar o painel 5 do nosso IV Encontro Nacional sobre Mercados Financeiro, Política Monetária e Política Cambial. O Painel nº 5 trata de Política Monetária - Tópicos Atuais. São três temas fundamentais: política monetária em ambiente de descontrole fiscal e desequilíbrios externos; estratégias de controle de inflação, inflation targeting, versus outros mecanismos como âncora cambial, âncora monetária ou estratégia “just do it” e otimalidade do imposto inflacionário.

O mediador escalado para este debate, Dr. John Andrew de Oliveira Harris, não pode vir e está sendo substituído pelo Dr. Jose George Bezerra, do Banco Fonte Cindam. Os debatedores são: Dr. Afonso Celso Pastore, ex-Presidente do Banco Central do Brasil, Dr. Gustavo Loyola, ex-Presidente do Banco Central do Brasil; professor Rubens Penha Cysne, Diretor de Pesquisa da Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas. Eu passo a palavra ao Dr. José George para que, como mediador, dê a ordem dos debatedores.

### **MEDIADOR - DR. JOSÉ GEORGE TEIXEIRA BEZERRA**

Obrigado, Carlos Ivan. Vamos começar com a palestra do Dr. Gustavo Loyola, por favor.

### **GUSTAVO LOYOLA**

Esta é a minha terceira participação e espero não ser repetitivo e não sei se tenho tantas idéias assim, para participar de três Mesas consecutivas.

Dentre os temas propostos, eu escolhi para começar a questão das estratégias de controle da inflação; aliás, devo me deter só nesse item que já é, por si só, muito extenso e vou colocar um pouco da experiência brasileira recente e isso tem muito a ver com o que foi debatido aqui, na parte da manhã, sobre o Banco Central, sua autonomia, independência, enfim, sobre o status do Banco Central.

Partindo de uma abordagem bastante pragmática, eu acho que a estratégia de controle da inflação, no fundo, depende das condições de contorno, as condições que existem em cada momento e nas determinadas circunstâncias em que você tem que operar essas estratégias de controle inflacionário.

A história brasileira está cheia de episódios, de tentativas mal e bem sucedidas, de controle da inflação, com várias estratégias e em nenhuma delas a estratégia em si pode ser atribuída como sendo a causa determinante do fracasso dessas tentativas; muitas delas fracassaram por questões de operacionalidade, enfim, por fraqueza de sustentação política daquelas idéias, por mudanças de trajetória fora de hora, enfim, uma série de circunstâncias. A permanência da inflação num nível bastante elevado e

crônica numa economia indexada levou àquela escolha que seria natural, no caso do Plano Real, que foi um mecanismo que levasse a uma desindexação rápida, em que se estabeleceu uma forte âncora cambial e, por que não dizer também, uma — como disse o professor Francisco Lopes — âncora monetária, na medida em que as taxas de juros foram mantidas em níveis bastante altos no Brasil, mesmo comparando a experiência brasileira com outras situações assemelhadas. É claro que num regime de inflação desse tipo, há uma necessidade muito grande de restabelecimento de alguma âncora nominal como referencial. Então, esse é um exemplo claro de que é difícil escolher “a” estratégia ótima, independentemente da hora e do lugar em que se está aplicando aquela política de controle da inflação.

É evidente que controlar a inflação não é uma tarefa discreta no tempo, não é segmentada, ela é contínua. A inflação é o tipo do fenômeno que, se a autoridade monetária se descuidar dela, é exatamente naquele momento que ela começa a ressurgir com força, como disse o ex-presidente do FED em Nova York, e na realidade é um estado de permanente vigilância, para usar um termo um pouco esquecido. É evidente que o que o Plano Real trouxe para o Brasil foi um certo estado de normalidade, do ponto de vista do gerenciamento da política macroeconômica ou, se ainda não chegou à normalidade, pelo menos de quase normalidade, ou seja, o anormal, em termos de política econômica, era o que nós tínhamos antes: choques em cima de choques e tentativas variadas de cercear esse processo, e isso estava fora do que seria o normal para um país. Agora, não, nós começamos a ter problemas macroeconômicos que são resolvidos no contexto de modelos, eu diria, mais ortodoxos ou, enfim, dentro do que seriam as políticas que se praticam nos países desenvolvidos, os países do G7.

E aí surge a questão de como sair dessa política, que foi a política de transição ou que está sendo a política de transição entre um regime cronicamente inflacionário e a estabilidade, para um regime novo de relativa estabilidade monetária, de inflação numa faixa abaixo dos 5%. Isso tem muito a ver com a questão do Banco Central, que foi debatida aqui, na parte da manhã. É evidente que o estabelecimento de um Banco Central mais autônomo e independente é condição fundamental para que qualquer estratégia de controle da inflação futura seja bem sucedida, se considerarmos um período razoável de tempo.

Aparentemente não existe nenhum dissenso em relação a isso e eu diria que existe quase um consenso. O que aparentemente não está sujeito a consenso é quando se discutem os detalhes, a desgraça está nos detalhes, como sempre. Na realidade — e aí se discute como se dá a independência do Banco Central: é uma independência total ou existe alguma forma de participação do Governo? Como é que se dá a *accountability* do Banco Central? Como é que o Banco Central é responsável? Até que ponto ele é responsável? etc.

O mecanismo de fixar um objetivo de inflação tem sido usado como uma maneira de atribuir ao Banco Central uma responsabilidade para o atingimento daquele target e junto com essa responsabilidade dá também ampla liberdade operacional, ou seja, os Bancos Centrais, nesse modelo, têm uma plena liberdade para buscar o atingimento daquela meta e são cobrados e responsabilizados por isso, sendo que existem casos em que o não cumprimento dessas metas leva à demissão de toda a diretoria do Banco

Central. É uma maneira interessante de se explicitar claramente para a sociedade qual é o nível de inflação desejado e com isso estabelecer bem a divisão de responsabilidade.

Parece que o grande defeito desse sistema é a sua relativa rigidez que é difícil de se acomodar quando há determinados tipos de choque. Se o próprio modelo prevê de antemão a sua possibilidade de acomodação aos choques, ele, por sua vez, perde força; então, é um trade-off que me parece bastante importante. Por outro lado, também sujeitas, principalmente em países que têm instituições um pouco menos sólidas, sujeitas a economia do país a mudanças de Banco Central ou, enfim, ao comando de equipes econômicas ao descuprimento de *targets* a qualquer custo, isso pode gerar uma instabilidade adicional no sistema, enfim, na própria condução da política econômica, gerando aquela síndrome da aposta, quer dizer, “está próximo disso”, “será que a inflação deste mês vai dar tanto e no mês seguinte vai dar tanto e será que isso vai provocar uma mudança?”, enfim, é todo um processo especulativo complicado.

A título de provocação, aqui, na discussão do programa, existe uma estratégia que se chama Just-do-it. Para mim, parece que essa seria a escolha óbvia em termos de Brasil, quer dizer, eu acho que nós temos que buscar, a cada momento, a melhor estratégia, de acordo com as circunstâncias. Isso não significa ficar andando feito barata tonta, de um lado para outro, mas significa um certo grau de adaptação às circunstâncias. A política econômica não pode ser dogmática, mas também não pode também cair num desvario de mudar a qualquer momento. Eu, quando na presidência do Banco Central, fui uma vez perguntado por um jornalista se determinada crise assustava o Governo, preocupava o Governo. Eu falei: “É difícil responder essa pergunta porque se eu responder que preocupa, você vai dizer que nós estamos apavorados e, de repente, isso vira um grande problema; se eu disse que não preocupa, você vai dizer que o Governo é irresponsável porque não se preocupa”. Mas, na realidade, o Governo tem que se preocupar com tudo, principalmente em relação à inflação, ou seja, tem que estar atento a cada momento, e a política econômica é feita no dia-a-dia.

Ao contrário do professor Rubens e do professor Pastore, eu não preparei nenhum *paper* a respeito disso aqui e apenas quis dar um pouco do meu testemunho dos últimos anos e evidentemente podemos, ao longo da discussão, voltar um ou outro ponto. Obrigado.

## **MEDIADOR**

Obrigado, Gustavo, e passemos, então, à palestra do professor Rubens Cysne.

## **RUBENS PENHA CYSNE**

Cabe uma ligeira digressão sobre a dívida pública interna. Em particular, cabe observar a variação nos indexadores dos títulos da dívida pública mobiliária ocorrida antes e depois do Real.

Comparando-se a posição no período de seis meses antes do Real (dezembro de 1993) com a posição de maio de 1997 e de janeiro de 1998 (neste último caso segundo os dados da *Nota para a Imprensa do Banco Central* de 28.02.98), observa-se uma severa redução da indexação da dívida pública pelo IGP-M (de 42,1% em dezembro de 1993 para 2,6% em maio de 1997 e 0,3% em janeiro de 1998), contrabalançada por uma grande elevação relativa dos títulos prefixados (de 26,4% em dezembro de 1993 para 59,4% em maio de 1997 ou 41,3% em janeiro de 1998), ou dos títulos indexados à taxa Over-Selic (de 3,8% em dezembro de 1993 para 19,3% em maio de 1997 ou 35,0% em janeiro de 1998). Os títulos indexados ao câmbio apresentaram pequena variação na participação total. Eles representaram 17,3% do total em dezembro de 1993 e 15,7% do total em janeiro de 1998. A variação absoluta, entretanto, foi razoável. Para isto, basta observar-se que em dezembro de 1993 o total dos títulos públicos federais era de R\$ 4,9 bilhões, enquanto que em janeiro de 1998 este total alcançou a marca de R\$ 266,3 bilhões. Trata-se, pois, de uma elevação dos títulos indexados ao câmbio da ordem de R\$ 40,9 bilhões.

Estes números mostram que neste período a composição percentual da indexação aos preços foi basicamente substituída por indexação ao juro (Over-Selic) e pela dívida com remuneração prefixada, majoritariamente de curto prazo. Cabe ressaltar que tanto a indexação ao juro quanto a pré-fixação de curto prazo dificultam a eficácia da política monetária. A indexação aos juros, através de seu efeito positivo sobre a renda disponível do setor privado, e conseqüentemente sobre a demanda, sempre que a política monetária contracionista implica em elevação dos mesmos. A dívida de curto prazo com remuneração prefixada, por aproximar-se bastante de uma dívida indexada aos juros. Isto posto, cabe avaliar, tendo em vista a necessidade do governo de financiar seu desequilíbrio fiscal, bem como seu intento de aumentar a maturidade da dívida interna, qual seria a melhor estratégia de denominação da dívida, se em dólar, TR, Selic, IGP-M, ou simplesmente com rendimento pré-fixado.

A questão não comporta uma resposta simples e precisa, mas diversos prós e contras que precisam ser devidamente analisados. Do ponto de vista de um governo sujeito a problemas de desequilíbrio fiscal, uma dívida com duração (maturidade) mais elevada seria mais adequada. O problema consiste em estabelecer precisamente a fronteira da relação custo - benefício de tal empreitada, tendo em vista que os credores costumam exigir maiores retornos para títulos cujo resgate se encontra mais distante no tempo. Há de otimizar-se a relação custo - benefício em função da composição de denominação (indexação) da dívida.

Do ponto de vista teórico, há diversos elementos a serem levados em consideração, como a existência de uma variedade de títulos suficiente para satisfazer aos diferentes agentes econômicos (complemento de mercado); possível assimetria de informação entre o governo (que teria maiores informações) e o setor privado; no caso de indexação ao câmbio, solvência do governo na dívida indexada à moeda estrangeira em caso de crise externa que exija elevadas desvalorizações cambiais; possível

perigo de extensão da indexação da dívida pública a outros ativos e passivos privados, bem como, em última instância, aos salários (o que seria ruim, evidentemente) etc.

Do ponto de vista empírico, há de se avaliar, dado o prazo da dívida: a) qual a redução de custo de colocação proporcionado por cada um dos indexadores possíveis, em relação a uma colocação de títulos prefixados, bem como b) a magnitude, para efeitos da condução de política monetária, do efeito sobre o consumo privado de uma elevação da taxa de juros. Sabe-se que este último fator não é muito relevante nos Estados Unidos, onde a riqueza financeira é ofuscada pela riqueza em capital humano. Mas pode ser importante no Brasil, o que sugeriria uma vantagem adicional (além do alívio de caixa) de se aumentar o prazo médio de maturação da dívida e não indexá-la ao juro de curto prazo.

Pragmaticamente, é preciso reconhecer que a necessidade de cláusulas de indexação de dívidas é particularmente importante no Brasil, frente a outros países, no período mais recente, devido ao conhecido problema de inconsistência intertemporal, no qual a administração pública tem sido bastante pródiga. Trata-se este do problema de que promessas feitas na data  $t$  a respeito de comportamento na data  $t+1$  podem não representar o ótimo (na verdade, um ótimo míope, tendo em vista a repetição do jogo no futuro) na data  $t+1$ , levando a um comportamento intertemporalmente inconsistente.

Exemplos neste sentido são vários no Brasil, no que diz respeito à condução de política econômica. Alguns, apenas surpreendendo o setor privado (como quando da introdução da acidentalidade no cálculo da correção monetária, na década de 70, ou de súbitas elevações da inflação que reduziram o valor real da dívida pública em poder do setor privado), outros agredindo frontalmente atos jurídicos perfeitos.

Incluem-se também como exemplos de inconsistência intertemporal nociva os casos que beneficiam devedores do setor privado, como por exemplo as súbitas anistias fiscais, parciais ou integrais, e os descontos inusitados para quitação de débitos junto ao Sistema Financeiro da Habitação. As anistias podem gerar a perspectiva de perdões futuros para os inadimplentes, o que acaba por estimular a sonegação, reduzindo-se a receita total ao longo do tempo, ainda que o governo que a introduz possa ter ganhos temporários de receita.

No que diz respeito à dívida pública, um importante exemplo de inconsistência intertemporal (sem entrar no mérito se o saldo foi positivo ou negativo) do governo, no que diz respeito à dívida pública, veio no seio do próprio Plano Real, com o polêmico artigo 38 da M. P. que o introduziu. Esta medida modificou a remuneração dos títulos indexados ao IGP-M e gerou disputas judiciais de alguns bancos com o governo.

A inconsistência intertemporal no Brasil tem sido tão elevada que mesmo as cláusulas de indexação não são capazes de possibilitar, a custos razoáveis, uma maturidade da dívida compatível com aquela de países industrializados. Em particular, observe-se que a mudança das regras do jogo na utilização de um indexador pode acabar por afetar a credibilidade dos credores em todos os demais indexadores.

A saída para os credores está em antever as possíveis mudanças de comportamento do governo, o que só é possível em um curto espaço de tempo. Este fato, por sua vez, leva a uma dívida pré-fixada de curta maturação, com prejuízo para a eficácia da condução de política monetária (reduzido efeito riqueza).

É devido a esta constante necessidade de poder de alteração de portfólio que os credores passam a exigir da dívida pública não apenas indexadores, mas, fundamentalmente, remunerações demasiado crescentes com a sua maturidade efetiva (referimo-nos à maturidade efetiva para incluir também possíveis operações de acordos de recompra). O setor privado se considera muito mais capaz, com um prazo de um ou dois meses, de antecipar inconsistências intertemporais da parte do governo, do que no prazo de um ou dois anos. É claro que este fato ocorre com qualquer devedor em qualquer país. A diferença é que no Brasil isto ocorre com maior intensidade. Dado o conjunto de informações disponível em certa data, o crescimento do risco no tempo é mais elevado.

Em particular, com a dificuldade de captação de longo prazo fica prejudicada a oferta privada de crédito de longo prazo, levando o governo, através de bancos de fomento (BNDES, por exemplo) a intervir no setor na perigosa categoria de ofertante substituto.

Qual a solução então, se o objetivo é alongar o prazo da dívida ?

A melhor solução leva tempo para se conseguir. Tratar-se-ia de criarem-se instituições estáveis e críveis: um sistema legislativo e jurídico eficiente, um Orçamento da União eficientemente discutido e um Banco Central que garantisse o valor da moeda em qualquer circunstância, e que fosse percebido como tal. A dotação de um mínimo de estabilidade institucional, com regras não susceptíveis aos ciclos políticos, nos livraria desta assimetria em relação a países de maior estabilidade institucional. Evidentemente, este primeiro melhor, que se convencionou associar a uma *segunda geração de reformas* só se tornaria factível com o simultâneo encaminhamento dos problemas atuais de origem fiscal.

Então, essas duas mensurações eu deixo como ponto de debate para a Mesa. Muito obrigado.

## **MEDIADOR**

Muito obrigado, Rubens. Eu acho que, embora a exposição do Rubens possa parecer a alguns excessivamente teórica, na verdade, eu espero que, o mais cedo possível, a gente possa sair da avaliação de crises, de concentradas análises em avaliações de crise e podermos nos dedicar às análises de conceitos como esses que o Rubens colocou e que são importantes para toda a sociedade. Eu pediria ao professor Pastore para fazer a sua intervenção.

## **AFFONSO CELSO PASTORE - Não Revisado**

Vou iniciar exibindo duas transparências; a primeira transparência apresenta uma série de dados trimestrais de senhoriagem. A senhoriagem, para quem está familiarizado com o conceito, é um pouco mais do que o imposto inflacionário; ela é o fluxo nominal de base monetária em termos reais, só que eu escalei com relação ao produto real. Em essência, quando o Governo tem um déficit, ele pode ser financiado de duas formas: ou se financia com dívida pública ou se financia com senhoriagem. Normalmente, o que existe é que o Governo está dividido, pelo menos teoricamente, em duas autoridades econômicas independentes: uma autoridade econômica é o Tesouro, que tem a delegação do Governo para poder realizar os gastos e arrecadar receita, obviamente dentro da restrição imposto pelo Congresso, na aprovação do orçamento, e só toma decisões de caráter fiscal. E a outra autoridade é a autoridade monetária que não pode financiar diretamente o Tesouro, mas pode realizar operações de mercado aberto. Quando o Tesouro tem um déficit, ele está impedido, em geral... no caso brasileiro, ele está impedido por ele de fato de obter recursos diretamente junto ao Banco Central, de forma que ele tem de colocar títulos no mercado.

Acontece que quando ele coloca títulos no mercado, ele gera um excesso de oferta de títulos, o que deprime o preço dos títulos e conseqüentemente eleva a taxa de juros. Ao produzir esse efeito, o Banco Central pode fazer duas coisas: cruzar os braços e deixar a taxa de juros subir, como fez, por exemplo, o Paul Volker, em 1981, que deixou a taxa escalar para níveis muito altos e fez eu e o Carlos Eduardo trabalhar feito mouros para ter que renegociar aquela dívida — e o Gustavo, aqui ao lado, que era júnior, naquela época, dentro do Banco Central. O Banco Central pode ainda agir de outra forma: ele pode entrar, fazendo compras de mercado aberto e troca de passivo do Governo, que rende juros e que são títulos, por passivo do Governo consolidado e que não rende juros, que é a base monetária.

Depois que você fechou essa conta inteira, você verificou que o Governo pode se financiar, ainda que indiretamente, por essa operação do Banco Central realizando operação de mercado aberto, com a emissão de moeda. Vamos dizer, do lado das fontes, dos usos, o Governo tem um déficit; do lado das fontes, ele pode se financiar com a fonte dívida pública ou com a fonte base monetária. O que está aí é quanto ele se financiou com base monetária ao longo do tempo. É evidente que houve flutuações, momentos como os dos choques, que a taxa de inflação foi lá para baixo, houve remonetização, e tivemos picos que chegaram a 6 e a 8% do PIB, a coleta de senhoriagem. Mas em média, nos anos imediatamente anteriores à reforma monetária de 1994, nós estávamos com uma senhoriagem, pela emissão de base monetária, que é uma receita — isso é tratado exatamente como se fosse um aumento de imposto ou um aumento de dívida pública, um fluxo, não é? em torno de 3% do PIB aproximadamente. Isso só é possível porque tinha inflação. Na hora em que acabou a inflação, na hora que a inflação veio lá para baixo, o último dado — tem dois dadinhos lá em baixo — eles estão próximos de zero. Eu não coloco o que se passou o ano passado, quando a senhoriagem voltou a crescer; eu vou falar sobre isso daqui a pouco.



O primeiro fato sobre o qual eu queria falar é o seguinte: o Governo usava senhoriagem em torno de 3% do PIB em média, mas havia picos de mais do que 3%, com uma fonte muito importante de financiamento de déficit público; esse era um subproduto do desregramento monetário que existia na economia. Quando acabou a inflação, o Governo perdeu esta fonte e eu vou tirar daí implicações na seqüência da palestra.

O segundo gráfico que eu queria mostrar é um diagrama de dispersão — infelizmente, quando ele saiu da máquina estava ainda molhado e eu coloquei em cima de um papel, ele apagou um pouquinho, mas dá para ver direitinho o que está lá. No eixo vertical desse gráfico está o log do estoque nominal de moeda em relação ao produto; e no eixo horizontal está o log da taxa de juros. Se a demanda de moeda tiver uma elasticidade unitária, se eu dividir o estoque de moeda pela renda nominal não estou violando nenhum pressuposto básico de elasticidade e isso aí é quanto por cento da renda é retido em moeda, em M1, porque é caixa e moeda corrente mais depósitos a vista. Portanto, isso é o inverso da velocidade de renda da moeda, que está no eixo vertical e no eixo horizontal está o log da taxa de juros. E o que eu coloquei aí foram os pontos: de 1965 até agora, trimestralmente, O que se verifica é o seguinte: os pontos estão todos eles alinhados em torno de uma reta que é a demanda de moeda, aquela demanda de moeda à qual o P ..... se referia, que tem uma elasticidade menor do que 1 com relação ao custo de reter moeda e sobre a qual ele estima e eu estimo o custo de bem-estar da coleta de senhoriagem.

Quando aconteceu a reforma monetária de 1994, aconteceu uma coisa muito interessante: dentro do círculo estão pontos que seriam da demanda de moeda e que são os pontos do período pós-reforma. No eixo horizontal estão as taxas de inflação, então, vamos dizer, um pouquinho antes da reforma monetária a taxa de inflação estava no seu ponto máximo, só que nós estávamos lá em baixo no que se refere à demanda de moeda. A inflação vem para próximo de zero, você devia escorregar ao longo daquela reta e ir para níveis de estoque real de moeda, lá em cima, no topo da reta. Não, o que aconteceu? Nós viemos para os pontos dentro deste círculo que está aqui. Isto fez com que a remonetização... quer dizer, na verdade a remonetização da economia, o aumento do estoque real de moeda que as autoridades esperavam que acontecesse, aconteceu menos da metade do que elas supunham que fosse acontecer.

Isso teve várias implicações e a segunda implicação que eu vou tirar disso é que essa demanda de moeda não ficou estável. Ontem, nós discutimos muito sobre câmbio fixo e câmbio flexível, como se desce para ir para o câmbio flexível, na maior das alegrias. Eu quero trazer um argumento aqui que é o seguinte: se o Brasil fosse para câmbio flexível, hoje, iria introduzir um grau de volatilidade na taxa de câmbio que seria absolutamente insuportável. Ponto! Vamos começar a palestra, em cima dessas duas evidências.

A primeira evidência diz respeito ao problema da senhoriagem. O Brasil tinha um desequilíbrio fiscal, antes da reforma monetária e continua tendo um desequilíbrio fiscal depois da reforma monetária. Antes da reforma monetária no entanto a dívida pública crescia a uma taxa explosiva - ela não crescia a uma taxa explosiva, desculpem, ela passou a crescer a uma taxa explosiva depois da reforma monetária. A

dívida pública tinha um crescimento linear, um crescimento muito suave. Como é possível um país que está numa hiper-inflação gerada pelo déficit público ter uma dívida pública que não tenha um crescimento explosivo? As pessoas raciocinam muito em cima do modelo do Sargent e do Wallace, exposto nesta sala, há muitos anos atrás, que é aquele modelo da aritmética monetarista desagradável, que eu tive o prazer de assistir aqui, sentado ao lado dele. Eu não entendia nada, eu estava aprendendo...

E diz o seguinte: suponha que você tenha um Banco Central macho, aquele que não foi nem o meu e nem o do Loyola, que resista completamente — depois eu vou mostrar porque não foi — à pressão do Tesouro para monetizar a dívida — nós dois fomos aquilo que se chama de um “hímen complacente” porque nos submetemos às pressões do Tesouro —, mas vamos supor que a gente não fosse isso, vamos supor que a gente resistisse. O Governo teria déficit e teria que ir ao mercado vender títulos e a dívida teria um crescimento explosivo. Ora, suponhamos que os dois himens complacentes não confessam que o são, mas inventam a seguinte teoria: “eu fixo a taxa real de câmbio, porque isto é bom para o País”. Quando eu fixo a taxa de câmbio e o Ministro da Fazenda vende títulos e deprime o preço dos títulos, ele sobe a taxa de juros; quando a taxa de juros sobe, a equação de arbitragem produz uma indução à entrada de capitais; quando a entrada de capitais se materializa e sugere um excesso de ofertas de divisas que deprimiria a taxa de câmbio, mas como o Banco Central está comprometido em manter a taxa real de câmbio fixa, ele entra comprando divisas e, com isso, ele cria a senhoriagem, ou seja, ele fingiu que é um Banco Central macho, porque deixou a taxa de juros alta, mas defendeu o câmbio, que é uma coisa que precisa ser defendida porque é bom, e com isto criou a senhoriagem.

Suponhamos que ele deixasse a taxa de câmbio flutuar mas fixasse a taxa de juros: o Tesouro venderia títulos, deprimiria os preços dos títulos, subiria a taxa de juros; o Banco Central diria: “isso não é razoável, nós estamos produzindo uma recessão, eu entro e evito que a taxa de juros suba, mesmo porque eu tenho um *target* para a taxa de juros”, compra os títulos e com isso cria senhoriagem. Quando isto acontece, o Tesouro adquire pleno comando na produção de senhoriagem; o Banco Central simplesmente se submete ao Tesouro e este tem sido o Banco Central do Brasil. Foi assim no passado, na hiperinflação e é agora, no regime de câmbio real fixo.

O que acontece? Acontece que lá atrás, como havia inflação, era possível coletar uma senhoriagem alta porque era possível emitir uma quantidade grande de moeda. Agora, como não tem inflação, a regra do Banco Central continua dando passividade, ela continua se entregando totalmente ao Tesouro, o Tesouro tem pleno comando da produção de senhoriagem, só que eu não posso produzir mais a senhoriagem porque não tem mais inflação porque a taxa de câmbio está fixa. Como a taxa de câmbio está fixa, em termos reais, com uma pré-fixação de 7% ao ano, a inflação vai ter que ficar em torno de 7 ou um pouco abaixo e depende se você tiver a taxa de juros mais alta ou mais baixa. Quando isto acontece, você não consegue produzir senhoriagens altas; como você não consegue produzir senhoriagens altas, os déficits públicos têm que ser financiados por emissão de dívida e a dívida adquire um crescimento explosivo.

Isto é o que vem se passando no Brasil de hoje. O que é que as autoridades têm feito? Elas decidiram encontrar uma senhoriagem substituta, que são as privatizações. Antigamente, ela coletava 3% do PIB e com esses 3% do PIB ela pagava 3% do PIB de juros não capitalizava isso em novas dívidas e, portanto, as dívidas não tinham crescimento explosivo. Agora, ela tem que pegar alguma coisa da ordem de 2 a 3% do PIB, um pouco menos ou um pouco mais, como receita de privatização enquanto tiver ativos para vender, destina essa receita de privatização, felizmente, para quitar juros sobre a dívida ou para recomprar a dívida pública e com isto evita temporariamente daqui para a frente o crescimento explosivo da dívida. Mas quando acabar a privatização, acabou esta fonte e de novo nós vamos encontrar o seguinte problema: ou corta o déficit ou o Governo vai ter que produzir senhoriagem e nós vamos enfrentar o mesmo problema posterior.

A segunda coisa que eu queria colocar aqui e que foi um ponto que eu coloquei ontem na palestra: vocês perceberam que a demanda de moeda se deslocou para a esquerda, no segundo gráfico que eu apresentei. Quando a taxa de inflação veio para baixo, o estoque real de moeda não cresceu ao longo de uma demanda de moeda estável. O que se passou aqui? Inflações muito altas fazem com que as pessoas tenham que evitar ser taxadas pelo imposto inflacionário e, no entanto, elas precisam de moeda, porque é só com a moeda que elas quitam transações. O sistema financeiro vai descobrindo formas de transformar ativos financeiros em moeda com um risco muito pequeno de perda de capital, para poder, no fundo, realizar a função de liquidez. Para fazer isso, o sistema financeiro utiliza recursos reais. Bom, ele consegue evitar que a gente pague o imposto inflacionário naquela escala, mas ele usou recursos reais para fazer isto. E ao fazer isto, ele criou inovações financeiras, produtos, fundos especiais, saques, *overnights*, o diabo a quatro que, quando a inflação cai, continuam a existir e as pessoas continuam a poupar moeda, em parte, em cima do mesmo tipo de otimização anterior, onde o custo de reter moeda era maior. Isso faz com que ou a demanda sofra uma redução permanente ou sofra uma redução transitória, mas no primeiro momento não ocorre o crescimento da demanda de moeda na escala do estoque real de moeda na escala que seria necessária.

Eu me referi ontem a um episódio que é o seguinte: quando o Governo fez o Plano Real, ele não foi para bandas de câmbio e nem foi para sistema de crawling peg, ele foi para câmbio flutuante. Ele fez isso, primeiro, para usar a remonetização, achando que a demanda de moeda ia crescer aquilo tudo que eu mostrei no gráfico, ele pensou: “Bom, se eu deixar o câmbio flutuar, eu não compro reservas e a única maneira de fazer crescer o estoque de moeda é recomprando títulos da dívida pública. Se eu recompro títulos da dívida pública naquela escala, eu tenho uma redução permanente e grande da dívida pública e, portanto, o meu déficit público pode até desaparecer”. Ou seja, a opção de deixar o câmbio flutuar e a opção de valorizar a taxa de câmbio foi uma opção que tinha uma dimensão fiscal para obter esse resultado.

Aonde esse resultado falhou? A demanda de moeda não deslocou daquele jeito que eles supunham que ia deslocar, deslocou menos e não obteve o recurso fiscal e valorizou a taxa de câmbio. No

que isso aconteceu, ele passou a conviver com o problema cambial e não conseguiu resolver o problema fiscal com esse artifício da senhoriagem e teve que ir para o sistema de crawling peg.

Terceira reflexão: nós olhamos para a demanda de moeda e vimos que ela tem aquilo que a gente chama de volatilidade. Vamos imaginar o que é um regime de câmbio flexível. Talvez o momento de glória mais importante de um homem prático ou de um economista é quando ele descobre que aquele velho modelo de formação de taxa de câmbio que existia, ou seja, a demanda de divisas é uma demanda derivada das importações e a oferta de divisas é uma oferta derivada das exportações, serve para tudo menos para explicar o comportamento da taxa de câmbio. A taxa de câmbio é formada no mercado de ativos; a taxa de câmbio é formada neste mundo com o movimento de capitais no mercado de ativos. E na formação da taxa de câmbio no mercado de ativos, a demanda de moeda tem um papel muito importante.

Deixa eu prosseguir com cautela... Vou pegar um ativo que se chama ação. Todos nós dominamos com clareza, com desenvoltura a teoria da formação do preço de uma ação. Eu sei que o preço da ação é uma variável que é formada olhando para a frente, dito em inglês fica mais bonito, ela é *forward looking*. Como é isto? Eu compro uma ação hoje, eu espero um dividendo em  $T+1$  e eu espero vender esta ação em  $T+1$  a um preço. Bom, o preço da ação em  $T$ , se eu tenho arbitragem entre renda fixa e renda variável, eu tenho um yield sobre esta ação ou eu posso ter um yield sobre um CDB, sobre o que seja. O que é que eu tenho que fazer? Eu tenho trazer o valor presente, o dividendo esperado em  $T+1$ , onde eu uso como taxa de desconto a taxa de desconto do custo oportunidade, que é do ativo alternativo, e trago ao valor presente o valor ao qual eu espero vender o preço da ação... o preço da ação no momento seguinte, em  $T+1$ , ou seja, o preço da ação em  $T$  nada mais é do que a soma de dois valores presentes: o valor presente do dividendo esperado em  $T+1$ , trazido ao valor presente pela taxa de juros do ativo alternativo e o valor presente do preço ao qual eu espero vender a ação em  $T+1$  trazido ao valor presente pela taxa de juros do ativo alternativo. Ou seja, o preço da ação em  $T$ , o  $P_T$ , é um dividendo esperado, um  $D_{T+1}$  sobre  $1 + R$  mais um preço esperado em  $T+1$ , dividido por  $1 + R$ . Para o preço esperado em  $T+1$  para a ação é o dividendo esperado em  $T+2$  trazido ao valor presente pela taxa de juros mais o preço esperado da ação em  $T+3$  trazido ao valor presente. Ora, o preço esperado em  $T+3$  é o dividendo esperado em  $T+4$  mais o preço esperado em  $T+4$  e se eu vou substituindo tudo isto, eu determino que o preço da ação é a soma dos valores presentes de todo o fluxo de dividendos esperados daqui até o fim de vida da ação. É assim que eu formo o preço.

Se você introduz uma inovação neste mercado, como a variação na taxa de juros ou uma variação exógena no sistema econômico, que faça com que os dividendos esperados se alterem, imediatamente o preço da ação varia. Os preços das ações têm uma característica típica que ocorre em todos os mercados que têm forte volatilidade, todos os mercados que são *forward looking*, que é a volatilidade do mercado. Qualquer inovação produz instantaneamente uma alteração no preço da ação.

Como é que eu pego essa teoria e a trago para explicar a taxa de câmbio? Digamos, no Japão ou na Alemanha ou nos Estados Unidos, que são três países que têm câmbios flexíveis? Câmbio flexível,

entenda-se, é aquela taxa de câmbio que é livremente formada no mercado por agentes privados apenas, sem que o Banco Central entre comprando ou vendendo divisas. Não há intervenções do Banco Central.

Vamos modelar um pouquinho isto. Eu pego aquela minha demanda de moeda que está lá, onde eu digo o seguinte: o estoque real de moeda, o  $M$  sobre  $P$ , é uma função de várias coisas, mas a que me interessa, a que está do lado de lá que eu coloquei e mostrei que ela é importante para explicar as variações do estoque real, é a taxa de juros doméstica; taxa de juros mais alta, eu retenho menos moeda; taxa de juros doméstica mais baixa, eu retenho mais moeda. Até aí, eu estou olhando aquele gráfico que eu mostrei. Mas, vamos pensar um pouco numa economia aberta. Se a economia for aberta e existir movimento de capitais e o movimento de capitais for livre, eu posso investir aqui... o Márcio Garcia ontem estava mostrando, eu posso comprar um EI, um see bond ou uma TND aqui dentro, ou um forward de câmbio, um futuro de câmbio da BNF, o que seja. Ele disse que tem uma equação de arbitragem ou mais a taxa de juro interna é igual a 1 mais a taxa de juros externa mais a expectativa de desvalorização da taxa de câmbio. Essa é uma equação que vale sempre se existir livre... a arbitragem está sempre feita se livre mobilidade de capitais.

Bom, a demanda de moeda depende da taxa de juros interna; substitui a taxa de juros interna pelo outro lado da equação, pela taxa externa, supõe que ela é dada, e pela expectativa de desvalorização da taxa de câmbio; a demanda de moeda depende do valor esperado de desvalorização da taxa de câmbio. Mas do lado esquerdo da demanda de moeda está o estoque real de moeda; no numerador está a moeda, o  $M1$ ; no denominador está o nível de preços. Suponhamos uma economia que só tem bens *tradeables* e tem uma âncora cambial que funciona — ninguém do Governo pode me dizer, vocês podem, mas ninguém do Governo pode me dizer que a âncora cambial não funciona, se não eles tinham desvalorizado o câmbio; então, ela funciona, ela segura —, quer dizer, o nível de preço interno é a taxa de câmbio vezes o nível de preço externo. Que taxa de câmbio? A taxa de câmbio em  $T$ ;  $M$  sobre a taxa de câmbio em  $T$  depende da taxa de câmbio esperada em  $T+1$ . Soluciona isso para taxa de câmbio em  $T$  do lado esquerdo, ela depende da taxa de câmbio esperada em  $T+1$ . Só que o fator de desconto agora são os parâmetros da demanda de moeda e não mais a taxa de juros. A taxa de câmbio esperada em  $T+1$  depende da taxa de câmbio esperada em  $T+2$ ; a taxa de câmbio esperada em  $T+2$  depende da taxa de câmbio esperada em  $T+3$ . Você vai montar uma equação explicativa da taxa de câmbio em  $T$ , que é uma espécie de valor presente, das expectativas da oferta de moeda futura e das demandas de moedas futuras, onde entra, nesta equação, só os parâmetros da demanda de moeda.

Há duas fontes de volatilidade da taxa de câmbio nominal. A primeira é a volatilidade da oferta de moeda; o Banco Central é burro, ele faz coisas erradas, ele chacoalha a demanda de moeda para cima e para baixo, ele gera volatilidade na taxa de câmbio. A segunda é a volatilidade da demanda de moedas; se a demanda de moedas for volátil, a taxa de câmbio nominal será volátil. Bom, eu acabei de colocar no quadro um gráfico que mostra o seguinte: há evidências de volatilidade forte da demanda de moeda no Brasil; portanto, se eu for para o regime de câmbio flutuante, eu vou ter forte volatilidade da taxa de

câmbio. Quer conviver com isto? Convive. Eu recomendaria que não fosse necessário e nem desejável conviver com isto. Mas eu vi ontem várias recomendações nesta Mesa: “Ah, vamos para o câmbio flutuante”. Pô, vem cá, alguém pensou que a demanda de moeda é volátil? Se pensar que a demanda de moeda é volátil, tem que voltar para trás e repensar essa proposição.

Quer ver como a demanda de moeda é volátil? Vamos pensar nesse mesmo Banco Central, que continua não sendo macho porque ele fixou agora a taxa real de câmbio numa trajetória pré-fixada. A moeda continua sendo passiva, tão passiva quanto antes, absolutamente passiva, tanto quanto antes.

Quem abrir o relatório último, as últimas notas do Banco Central para a imprensa, vai tomar um bruto susto, porque vai descobrir que nesse ano de 1997, a base monetária cresceu quase 60% e o M1 cresceu um pouco mais do que isso. Se alguém tem algum compromisso com a teoria quantitativa da moeda, ainda que numa versão sofisticada, na qual entrem os custos de reter moeda, vê uma inflação de 4,5 no índice de preço ao consumidor este ano e um crescimento de M Zero de quase 60, e um crescimento de M1 acima de 60, vai dizer o seguinte: “O Governo ficou louco, ele está expandindo e vai explodir esta inflação lá na frente”. Seria verdade se o Governo controlasse a quantidade de moeda, só que o Governo faz aquilo que o inglês chama de *pay lip service*, ao controle da quantidade de moeda, ele não consegue controlar a quantidade de moeda porque ele controla a taxa de câmbio; a quantidade de moeda é passiva. Esta elevação do estoque de moeda nesta enorme elevação derivou de um enorme deslocamento da demanda de moeda no ano de 1997, cujas causas têm que ser melhor explicadas. Talvez a CPMF tenha feito isso, talvez algum outro tipo de deslocamento tenha produzido isto.

Agora, um país que consegue fazer a demanda de moeda ter um deslocamento que gera um crescimento na oferta de moeda da ordem de 60% quando a inflação é de 4% é um país que tem uma volatilidade na demanda de moeda gigantesca. Suponha que o Brasil tivesse ido para o câmbio flutuante no começo de 1997 e a demanda de moeda tivesse crescido tudo isto. Sabe o que tinha acontecido com a taxa de câmbio? Ela teria valorizado uma enormidade ao longo do ano de 1997. Enquanto o Brasil tiver esta volatilidade da demanda de moeda, o Brasil não tem condições de ir para um câmbio flutuante. Ponto. Obrigado.

## **MEDIADOR**

Obrigado Pastore. Eu vou pedir ao Presidente da Mesa que exercite enormemente a sua capacidade de síntese sobre o que foi dito aqui e acrescente os comentários que julgar convenientes.

## **PRESIDENTE CARLOS IVAN SIMONSEN LEAL**

Para ser breve, eu acho que você tem três visões com uma grande justaposição. O Dr. Gustavo Loyola diz que as dificuldades encontradas muitas vezes eram de tal monta que você tinha que fazer a

melhor política naquele instante, dadas as circunstâncias. Ou seja, reflete um pouco o que o Dr. Pastore estava dizendo, que o Banco Central fica passivo frente ao Tesouro. Nessa medição de custos, você está definindo, no fundo, políticas de transferência de renda de um lado para o outro da sociedade e isso precisava ser melhor planejado. A dúvida é, como afirma o Gustavo, se isso é possível no grau de detalhe que se gostaria de ter. E eu acho que o Dr. Pastore mostrou muito bem o fato de que, além de todos esses custos, existe um custo a mais, escondido, que seria facilmente imposto, talvez com trágicas conseqüências, que seria deixar o câmbio ter a volatilidade que tem a demanda por moeda.

Metendo a colher de pau enferrujada, eu acho que o problema básico está em que você não tem orçamento para valer neste país. Se você tiver orçamento mandatório, plurianual e com projeção de inflação, provavelmente dará para fazer um planejamento melhor, como o Gustavo quer, dá para ir adaptando uma política de renda, pelo menos discutível, e dá para tirar uma boa parte da volatilidade que a nossa demanda por moeda tem.

## **MEDIADOR**

Obrigado. Vamos agora passar para a sessão de perguntas.

## **SEBASTIÃO MARCOS VITAL**

A minha pergunta para o professor Pastore é a seguinte: se acredita minimamente na teoria quantitativa da moeda, até quanto se pode imaginar que o público estará confortável com expansões monetárias de 60, 50% ao ano e inflações de 4%? Quando que o público vai desconfiar que a senhoriagem vai voltar com grande poder devastador?

## **AFFONSO CELSO PASTORE**

A teoria quantitativa que certamente está na cabeça do Sebastião e na minha não é uma teoria quantitativa mecânica, na qual a velocidade de renda da moeda é constante; a teoria que está na cabeça de nós, ambos, é uma teoria na qual a demanda da moeda é uma função inversamente ligada à taxa de juros e como a velocidade de renda é o  $Y$  dividido pelo estoque real de moeda, a velocidade de renda cresce positivamente co-relacionada com a taxa de juros.

Ora, isso significa que variando a taxa de juros, variando a expectativa de inflação, a relação de proporcionalidade entre estoque de moeda e inflação desaparece, ela não fica igual, não é que 4% de inflação com zero crescimento de PIB requer 4% de crescimento de produto, e no estado estacionário vai acontecer isso, mas em condições de transição de um equilíbrio para o outro, não.

Acontece que essa teoria quantitativa da moeda pressupõe duas coisas: a primeira é que a autoridade controla a quantidade de moeda e esse pressuposto já está quebrado de saída porque a moeda é passiva. A segunda é que a demanda de moeda seja uma função estável, caso contrário eu não posso fazer as previsões. Quando eu rompi as duas, os pressupostos básicos da teoria quantitativa da moeda, eu fui obrigado a deixar de usar a teoria quantitativa da moeda e, portanto, eu não posso acreditar minimamente na teoria quantitativa da moeda para poder dar essa resposta. O que eu tenho a colocar é que se a demanda de moeda é volátil e se ela se desloca do jeito que se desloca, a resposta, Sebastião, é muito simples: vai continuar crescendo acima enquanto a demanda de moeda estiver se deslocando. E se existem razões empíricas, de fato, de custos, para que ela se desloque, não há nada de estranho que isso possa ocorrer.

Aliás, o que eu gostaria de deixar bem claro é que eu não fiz essa observação com o intuito de fazer uma crítica implícita, pela porta dos fundos, ao Banco Central, no sentido de que ele vem expandindo a oferta de moeda sem dizê-lo; a política monetária é contracionista no Brasil. Taxas de juros dessa ordem de magnitude, em qualquer país do mundo, caracterizam a política monetária como contracionista. Recolhimentos compulsórios sobre depósitos a vista e depósitos a prazo na magnitude do que existe no Brasil transforma a política monetária em contracionista. Apenas o que eu faço é uma crítica, quando alguma autoridade econômica vem a público e diz o seguinte: “nós temos também uma meta sobre base monetária em M1 e M2”, aí esta meta não tem sentido no regime de câmbio em que vivemos, porque a moeda é passiva, de forma que não adianta querer enganar a gente, dizendo que tem uma meta porque essa meta não é uma meta passível de ser cumprida, quer dizer, não existe esse controle.

Mas também não há o risco de nós estarmos assistindo uma política monetária que está saindo do controle e a senhoriação não vai voltar por aí; ela vai voltar, se voltar, por alguma outra razão e não por esta. Esta é uma razão que deriva da volatilidade da demanda de moeda, em cima de um pressuposto... se eu partisse do pressuposto que a teoria quantitativa da moeda é válida, eu podia fazer esse tipo de afirmação. Como não há nem controle da quantidade de moeda por parte da autoridade e nem estabilidade da demanda de moeda, eu não posso usar a teoria quantitativa para fazer nenhuma inferência.

### **CARLOS EDUARDO DE FREITAS**

A minha pergunta é para o professor Pastore. Professor, o senhor iniciou a sua exposição nos dizendo que o Banco Central do Brasil não é um Banco Central macho pelas razões que nós conhecemos. Depois, o senhor nos demonstrou que uma taxa de câmbio flutuante introduzia um grau de volatilidade inviável, dada a volatilidade da própria demanda de moeda. Eu quero perguntar o seguinte: suponhamos que o Banco Central fixasse a taxa de câmbio real, como ele faz hoje, e passasse a ser macho, ou seja, no momento em que o governo expandisse a sua colocação de títulos, deprimindo os títulos e aumentando as taxas, o Banco Central simplesmente cruzasse os braços. Qual seria a consequência desse tipo de operação?



### **AFFONSO CELSO PASTORE - Não Revisado**

Eu não posso ser mulher e ser macho, ao mesmo tempo, Carlos Eduardo... Você tem que ir para um lado ou para o outro. Enfim, se você fixa a taxa real de câmbio, você escolheu um regime monetário no qual é impossível o controle da quantidade de moeda. Você pode fazer uma tentativa de fazer controle de movimento de capitais. Lá atrás, quando Bretton Woods existia e o sistema era um sistema de taxas fixas de câmbio, ajustáveis porém fixas, o Fundo Monetário pregava controle de movimento de capitais, o Keynes queria controle de movimentos de capitais, o Harry White quis — e junto com ele fizeram um acordo em Bretton Woods — queria controle de movimento de capitais, todos os países europeus, Estados Unidos - Estados Unidos não, o problema dos Estados Unidos é o do  $N+1$ , o resíduo, mas os países europeus, Japão, todos os subdesenvolvidos tinham o controle do movimento de capitais.

O controle de movimento de capitais era possível num mundo onde a mobilidade de capitais era muito grande, mas era muito diferente da mobilidade de capitais de hoje. Existe um livro recente, escrito pelo Barry Eichengreen, publicado em 1994, se não me falha a memória... Barry Eichengreen é um professor que está em Berkeley, PhD, e ele trabalha muito em assuntos de história, sobre regimes de economia internacional. Ele, o Whiteplotts e o Rose (??) têm trabalhado muito em efeito contágio, e quem não cruzou com o Eichengreen na teoria, deve ter cruzado em cima desses problemas recentes de ataques especulativos, etc. Ele está justamente especulando um pouco sobre qual vai ser a ordem monetária no Século XXI. E a conclusão que ele está tirando é que o mundo não vai mais para câmbio fixo, aliás está visível com a frequência dos ataques especulativos o grau de vulnerabilidade que nós construímos.

No fundo, ele desenvolve a tese de que ou o mundo vai para um flutuante puro, se resolver todos esses problemas que nós estamos discutindo, ou vai para áreas monetárias fechadas, como a área monetária européia, existiria uma outra americana e uma outra japonesa, etc.

Mas, para fazer esse ponto, ele tem que fazer um ataque frontal ao câmbio fixo ou aos regimes assemelhados aos de câmbio fixo, como é o caso do nosso. Esse ataque, no fundo, repousa numa frente fundamental que é a frente no movimento de capitais. O que aconteceu com o movimento de capitais? Bom, ele pega alguns dados de 1990 para cá, ele começa a trabalhar com derivativos, com opções, com hedge, enfim, todas as formas de derivativos e começa a pegar os valores nacionais de transações em derivativos, em alguns mercados europeus, no mercado dos Estados Unidos, etc., e mostra o que se passou de 1990 para cá. Esse negócio se multiplicou por 5, por 6 ou por 10, o tamanho.

Quando nós dois estávamos naquele exercício que nos é muito caro, você lembra que a gente tinha uma discussão que era a seguinte: o que é que quebrou o mundo? O que quebrou o mundo foi a puxada de taxa de juros nos Estados Unidos, no momento em que existia excesso de liquidez na economia americana, só que nós tínhamos uma visão muito clara de que o excesso de liquidez que existia naquele momento era excesso de oferta de moeda nos Estados Unidos, antes do Volker ter pisado no freio, quer

dizer, você teve, no fundo, a guerra do Vietnã, começou com a administração Kennedy-Johnson, lá atrás, com o Tobing querendo fazer aquele *switch* da política fiscal para a monetária, expandindo moeda, com o *regulation cue*, cria o mercado de Eurobonds, de euromoedas, depois vem o choque dos árabes, depois vem a guerra do Vietnã e a inflação mundial. O Volker olhou isso e disse: “Chega”, e breiou. Aquela liquidez que produziu aquele fenômeno era a liquidez chamada “aumento de oferta de moeda”.

Se você olhar hoje o mundo, o mundo tem muito mais liquidez do que tinha lá atrás e não tem oferta de moeda. O Japão está com inflação de 1%, os Estados Unidos estão com inflação de 2 ou 3%, a Europa está com inflação... está todo mundo deflacionando a economia e tem até gente reeditando as teses do Clube de Roma, dizendo que nós estamos indo para uma deflação mundial. Outro dia saiu no *The Economist* um artigo e eu lembrei de quando eu era hippie desse tipo de tese.

Esse tipo de liquidez que tem hoje é uma liquidez que vem da capacidade de transformativos em moeda, com riscos menores de *capital loss* ou de *capital gain*, que é o que é garantido por essa intermediação financeira. Isto e mais as comunicações produzem capacidade de grandes massas de recursos se moverem entre países ao longo e fronteiras, em questão de horas ou de minutos, que é o que transforma os regimes de câmbio fixo em regimes altamente vulneráveis a ataque. E mais do que isso, você tentar controlar capitais nesse tipo de nicho, você não consegue. Agora, você impede que o sujeito tome Eurobonds de dois anos, você mete... o Lara fez isso no Banco Central, coitado... meteu uma proibição, um IOF do tamanho de um... maior do que ele... quer dizer, não tem mais Eurobonds de oito anos... de dois anos... o cara faz um Eurobonds de oito anos, um *put* de dois anos, passa por cima do cadáver do Loyola e traz o dinheiro do mesmo jeito, quer dizer, simplesmente você tem combinações de dois ou três instrumentos que produzem sintéticos que evitam a possibilidade de se ter o controle de movimento de capitais.

Existe um trabalho muito importante recente, feito pelo Ilan Goldfajn, pela Eliane Cardoso, no Fundo Monetário, sobre a endogeneidade do controle de capitais no Brasil. Nessa reunião da Colômbia que nós estávamos... não sei se tem alguém aqui que estava... enfim, o pessoal que foi para a reunião do Lacéia, eles apresentaram isso lá, o Brasil veio... isso é depois de 1994 ... entra e faz um controle de capitais. Depois de algum tempo encontrou a válvula e começa-se a ver a fluidez de capital voltando a existir; volta o Banco Central e faz um novo round de controle de capitais, quer dizer, quando ele precisa controlar a expansão monetária, quando está com uma fase de expansão maior, ele aumenta o controle de capitais; quando ele tem um ataque especulativo, que ele precisa das reservas, ele afrouxa o controle de movimento de capitais, parte da endogeneidade é essa, agora a outra parte da endogeneidade é o fato de que a eficácia do controle de capitais vai desaparecendo.

Isso é tentativa do Banco Central virar macho, só que o mercado é muito mais ativo, o mercado é muito mais capaz, não porque o mercado é mais inteligente do que o banqueiro central, primeiro, o banqueiro central ganha um salário fixo e ainda tem que ficar na quarentena, quando sai... O cara da intermediação financeira ganha rios de dinheiro se descobrir uma operação inovadora, ele tem capacidade

de recrutar quem ele quiser, ele sempre ganha. Segundo, a sofisticação dessas operações é de tal ordem que não há supervisão do Banco Central que consiga fazer isso. Então, no meu modo de ver, essa é uma guerra perdida e não há condições de se recuperar o controle da quantidade de moeda por meio do controle do movimento de capitais.

## AUDITÓRIO

Eu tenho duas perguntas talvez ao Gustavo Loyola. Em continuação a isso que foi descrito agora, porque a apreensão do Governo para tentar controlar o livre movimento de capitais? Essa é a primeira pergunta. A segunda é a seguinte: há mais ou menos um ano e tanto atrás, eu estava nas Ilhas Cayman e fiquei muito surpreso de ver uma operação, uma agência grande do Banespa, com mais de 20 funcionários, 13 locais para estacionar o carro, o que é que um banco estatal, como o Banespa, estaria fazendo nas Ilhas Cayman?

## GUSTAVO LOYOLA

Eu acho que a resposta à segunda pergunta é mais fácil: provavelmente o gerente devia estar fazendo turismo... Realmente, não há nenhuma explicação. Já comentamos aqui, na parte da manhã, sobre os bancos estaduais e acho que eles estão desaparecendo em boa hora e não vejo nenhum espaço para esses bancos, para a continuidade deles. Eles tentaram, de certa forma, concorrer com os bancos privados, não conseguiram, obviamente, e como bancos públicos se tornaram instituições emissoras, verdadeiros mini-bancos centrais e talvez, nesse caso, a história do Banco Central... talvez o Banco Central tenha sido mais complacente nisso do que naquilo que o professor Pastore mencionou aqui ou talvez seja parte da complacência geral...

Com relação à sua outra questão sobre o esforço do Governo de controlar... Eu acho que o professor Pastore já respondeu e eu não posso mais falar pelo Governo, mas historicamente eu acho que o esforço é exatamente para controlar um pouco os fluxos... os voláteis de capital, ter sempre uma certa veleidade de tentar ordenar — acho que essa é a palavra sempre usada no jargão burocrático — ordenar as entradas de capital, discriminar entre o capital de curto prazo e o de longo prazo, como se isso fosse possível...

Veja bem, a questão não é ter ou deixar de ter medo, eu acho que tem que se considerar como fato da vida e eu acredito que qualquer autoridade monetária, hoje, tem que considerar isso como sendo um dado relevante. Existe essa liquidez internacional, existe essa capacidade de movimentação de capitais de um lado para outro, de transformação de capitais, e é preciso lidar com ela. Existem determinadas regras para fazer isso. O que ocorre é que, muitas vezes, a autoridade monetária opera com o *second best*,

o mais valente *second best*, opera com os instrumentos de que dispõe no momento, são os substitutos funcionais, talvez muito pobres, mas procura-se sempre ter alguns para usar. Se você não pode controlar de uma certa maneira, você tenta controlar de outra maneira. Eu acho que isso foi o que aconteceu ao longo desse período.

É difícil realmente, eu concordo com o professor Pastore, o Banco Central conseguir controlar porque o mercado é muito mais criativo e sempre busca e encontra saídas, provocando novas rodadas de restrições. É um briga de gato e rato entre o Banco Central e o mercado.

### **AFFONSO CELSO PASTORE**

Uma pergunta nem sempre tem uma só resposta, deixa eu tentar uma segunda. Há dois meses atrás, em Hong Kong, quando o Mohammed Mahatiri, que é o Ministro da Malásia, fez aquela peroração contra o movimento de capitais, o ministro Malan estava fazendo um discurso e deu entrevistas, defendendo a lógica do controle de capitais no Brasil. Eu lembro que eu estava num coquetel, à noite, cansado porque aquela viagem é extremamente longa, e alguém começou a comparar a narração do Mahatiri com a afirmação do Malan. Eu, que não sou do Governo, fui obrigado a defender o Malan, porque o Malan é muito melhor do que o Mahatiri e tem uma lógica na sua colocação.

O Brasil optou por um regime de câmbio, o câmbio virou um símbolo do real, o câmbio virou uma variável que é intocada, que nem o negócio do Vinicius, ela é eterna enquanto dura o regime e não pode mexer, por causa de uma questão de credibilidade, quer dizer, o Governo usou a taxa de câmbio como um instrumento de garantia à credibilidade do programa e não pode ficar desvalorizando a taxa de câmbio, embora devesse pela situação internacional, etc. No que ele adotou isto, ele não tem o instrumento cambial na mão. Ele também não tem o instrumento fiscal na mão, porque ele se enredou num problema político grave, numa tática de tentar aprovar as reformas que não deu certo ou porque o Congresso não deixou ou porque o Presidente quis gastar o seu capital político na reeleição, não importa a razão, mas o fato é que de fato o Governo não tem o instrumento fiscal na mão.

Se ele não tem o instrumento cambial e nem o fiscal, que instrumento ele vai ter? O monetário? Mas a moeda é passiva e, então, não tem nem o monetário... Ele tenta obter alguma coisa no monetário com o controle do movimento de capitais.

Então, vamos tentar colocar a questão: vamos supor que o Brasil seguisse o caminho da Argentina. A Argentina liberou todas as restrições ao movimento de capitais e, aliás, mais do que isso, ela fechou o Banco Central como operador de mercado aberto, o Banco Central não pode vender e comprar títulos porque aqui tecnicamente é um *currency board*. Liberdade plena de movimento de capitais e fechamento das operações de mercado aberto significa que o Banco Central não pode fazer esterilização de acumulações de reservas. Vamos supor que você tenha um choque na economia argentina, que produza um crescimento da demanda de moeda: sobe a taxa de juros e como não tem controle do movimento de

capitais, entram capitais e o Banco Central tem que comprar os dólares porque é *currency board*, se não o dólar se apreciaria; ele emite moeda até que a taxa de juros volta e gravita para a internacional; ele minou a restrição ao movimento de capitais, a taxa de juros é igual à taxa de juros internacional. Só não é igual porque tem o risco Argentina que é diferente do risco Estado Unidos, se não seria igual.

No caso brasileiro, você tem um problema de balança de pagamentos mais sério porque você tem uma política fiscal que é expansionista e, lá atrás, valorizou a taxa de câmbio. Bom, câmbio valorizado e política fiscal expansionista geram déficits não sustentáveis na conta corrente. Como ele não pode mexer no câmbio e não tem a política fiscal, ele tem que apertar a política monetário, ele tem que deixar a taxa doméstica de juros permanentemente acima da taxa internacional, para conter a demanda, quer dizer, ele faz o *crowding out* do nosso consumo e do nosso investimento, para gerar o espaço para o Fernando Henrique gastar mais. Ora, suponha que ele não fizesse controle de movimento de capitais: subia a taxa de juros, entravam capitais e ele tinha que vender dívida pública para esterelizar. Como ele não tem controle de movimento de capitais, entra muito capital e ele tem que vender muita dívida pública para esterelizar, e a dívida pública adquire um crescimento explosivo. A tentativa de evitar que a dívida pública tenha um crescimento explosivo é deixar entrar menos capitais, embora a taxa de juros interna seja mais alta; ele tem que por areia nas rodas, *sand in the wheels*, ele tem que fazer controle de movimento de capitais.

A lógica do Malan é a lógica de Bretton Woods, é a mesma, quer dizer, é um regime de câmbio fixo, no qual ele quer ter algum controle monetário porque não tem outros instrumentos na mão, e ele tem o controle do movimento de capitais, quer dizer, ele tem uma razão para ter isto, ele tem uma carência de graus de liberdade, ele tem carência de instrumentos de política econômica, uma tentativa de recuperar um... porque você que ele está usando agora, ele meteu esse juros a 43% ao ano para desaquecer o nível de atividade econômica, tudo isto, quer dizer, ele só não está trazendo capitais numa velocidade maior porque também encurtou a quantidade de fundos disponíveis para olhar o Brasil. A lógica dele é a lógica de Bretton Woods, é a lógica de quem ficar com algum controle monetário via taxa de juros e não via quantidade de moeda.

### **RUBENS PENHA CYSNE**

Vou fazer uma intervenção, permitindo-me, muito humildemente, discordar de ponto anterior colocado pelo professor Pastore, com respeito a sua afirmação de que a instabilidade da demanda por moeda impõe a necessidade de câmbio fixo e ponto final na discussão.

Não resta dúvida que, mantido o atual desequilíbrio das contas públicas, não teríamos condições de adotar um sistema de câmbio flutuante com sucesso. E no caso de se terem encaminhado positivamente as reformas, com o encaminhamento do problemas fiscal? Qual seria melhor, o sistema fixo ou o flexível?

A resposta a esta pergunta, do ponto de vista teórico, ainda não foi dada pela teoria econômica, e não será neste curto espaço de tempo que conseguiremos qualquer veredicto a respeito. Pretendemos aqui apenas analisar os prós e contras dos diferentes regimes cambiais em função de duas particularidades de ordem empírica pertinentes ao caso brasileiro.

A primeira diz respeito à possível instabilidade da demanda por meios de pagamento. Tal instabilidade pode ser colocada como importante argumento a favor de um sistema de câmbio fixo. A segunda observação de ordem empírica diz respeito à atual instabilidade do fluxo de capitais externos. No que se segue, todas as análises se baseiam na hipótese de perfeita mobilidade de capitais entre países.

A instabilidade da demanda por moeda em ambiente de mobilidade de capitais tende a favorecer a utilização de câmbio fixo. De fato, sob este regime, as oscilações da função de demanda por moeda têm como contrapartida uma igual e automática elevação de sua oferta. Por exemplo, se a demanda por moeda se elevar, os juros subirão, ocasionando aumento de reservas e conseqüente aumento da base monetária e dos meios de pagamento. O oposto se daria no caso de queda da demanda por moeda. Se o câmbio fosse flexível, variações da demanda por moeda poderiam ter como contrapartida oscilações do produto e do emprego.

Por exemplo, se a demanda por moeda se elevasse, os juros tenderiam a aumentar, com conseqüente influxo de capitais externos e valorização do câmbio. Com isso, reduzir-se-ia a competitividade das exportações, desempregando os trabalhadores neste setor. Da mesma forma, um real mais valorizado implicaria em elevação de importações, gerando desemprego adicional nas empresas domésticas que concorrem com os produtos fabricados no exterior.

Ou seja, um país onde a única fonte de instabilidade fosse a demanda por moeda teria algumas vantagens em utilizar câmbio fixo, pois o produto e o emprego apresentariam menor variância.

Ocorre que o Brasil, além de ocasionalmente sujeito a oscilações da curva de demanda por moeda (o caso mais recente tendo se dado quando da introdução do CPMF-Contribuição Provisória Sobre Movimentação Financeira), também é sujeito à instabilidade de outras funções macroeconômicas. Determos aqui apenas na instabilidade do fluxo internacional de capitais.

As sístoles e diástoles do fluxo internacional de capitais implicam em instabilização do produto e do emprego tanto no caso de câmbio fixo como no caso de câmbio flexível. Ocorre que tal instabilização pode trabalhar em sentido contrário à instabilização do produto e do emprego decorrente das variações da demanda por moeda. Segue daí que o câmbio fixo não é necessariamente o mais adequado quando há ao mesmo tempo oscilações da demanda por moeda e oscilações do fluxo de capitais.

A título de exemplo, tomemos os reflexos no Brasil da recente contração de liquidez internacional ocasionada pela crise asiática, em outubro de 1997. Como o país mantinha um regime em que o câmbio não era determinado pelo mercado (o que chamamos aqui de câmbio fixo), as reservas caíram até o ponto no qual a taxa de juros interna, em sua trajetória ascendente, igualasse a taxa de juros externa corrigida pela expectativas de desvalorização cambial e pelo risco. Na verdade, o próprio Banco

Central antecipou este movimento, ao colocar os juros em 43% ao ano. A consequência, como não poderia deixar de ser, foi uma redução dos investimentos, dos estoques e do emprego. Basta ver as elevadas taxas de desemprego que começaram a se instalar no país já no primeiro trimestre de 1998.

Se o câmbio fosse flexível, a redução da liquidez internacional teria implicado em retração do fluxo de capitais externos para o Brasil, com conseqüente desvalorização cambial e aumento da competitividade, seja para exportações, seja para substituir importações. No caso de flutuação limpa, as reservas teriam permanecido constantes, pois o Banco Central não teria efetuado qualquer intervenção no mercado. Se devidamente encaminhado o problema fiscal, a desvalorização cambial teria significado, sem traumas adicionais e decorrido o tempo necessário, mais emprego, mais produto e maior arrecadação de impostos para o governo. Se neste meio tempo a demanda por moeda, por exemplo, tivesse aumentado, o câmbio flexível teria sido mais apropriado do que o câmbio fixo para impedir oscilações de produto e emprego. De fato, um efeito se contraporía ao outro.

É claro também que os dois efeitos poderiam se somar na mesma direção, potencializando as oscilações. Mas o que pretendemos aqui não é defender qualquer superioridade do câmbio flexível sobre o câmbio fixo, discussão até hoje não resolvida pela teoria econômica, principalmente na existência de expectativas voláteis quanto à solvência interna e externa. Mas apenas mostrar que a instabilidade da demanda por moeda que caracteriza a economia brasileira após o Real não pode ser utilizada como condição suficiente para que se conclua pela superioridade do câmbio fixo sobre o câmbio flutuante.

#### **AFFONSO CELSO PASTORE**

Deixa eu colocar o seguinte: primeiro, deixa eu discordar do Rubens. Vamos botar pimenta nessa reunião, está muito aborrecida... A grande vantagem da discordância entre economistas é que são discordâncias educadas, polidas e que acabam dando *papers*, que é a forma de a gente avançar um pouco na profissão.

Eu coloco duas questões. Primeira, em todos os meus exemplos, eu sempre usei dados antes disto que aconteceu agora, de forma que toda essa minha instabilidade não tem nada a ver com o que se passou com o movimento de capitais no mundo; empiricamente eu tomei o cuidado de não misturar as duas coisas. Agora, a respeito da origem dos choques, determinando se um regime é melhor do que outro — nós também não vamos resolver se o melhor regime é o fixo ou o flexível e a literatura econômica está perseguindo esse debate há 20 anos e não tem uma conclusão de consenso... Vamos usar, Rubens, um tipo de análise que nós dois conhecemos que é aquela análise do William Pool para a economia fechada, sobre o que é melhor fixar: a taxa de juros ou o estoque de moeda, e vamos abrir essa análise do William Pool para uma economia aberta, à la Greensberg, como o Greensberg fez.

Há um velho debate que é o seguinte: o Banco Central deve operar fixando a quantidade de moeda ou deve operar fixando a taxa de juros? Ele vai num modelo IS-LM, que é o modelo que você usou para a sua objeção, e diz que se os choques vierem da LM, do lado monetário, eu otimizó, se eu fixar a taxa de juros; se os choques vierem a IS, que é do lado real, eu otimizó, fixando a quantidade de moeda.

Eu posso ter ofertas de moeda elásticas ou inelásticas à taxa de juros ou eu posso ter oferta de moedas elásticas ou elásticas à taxa de câmbio; eu posso, em vez de trabalhar com o regime monetário, trabalhar com o regime cambial e reproduzir o mesmo raciocínio para o regime cambial. E a conclusão que sai disto é uma conclusão que, conforme vou mostrar depois, tem uma grande intuição, porque a história mostrou que é isso mesmo. Se a gente tiver um país sujeito a choques do lado real, é melhor trabalhar com câmbio flexível; se a gente tiver países sujeitos a choques do lado monetário, é melhor trabalhar com câmbio fixo. Câmbio fixo não isola o país de choques reais, isola o país de choques monetários.

Deixa eu pegar um exemplinho que é o do Chile em 1980. Em 1980, um pouquinho antes do Volker ter aquela crise de lucidez, que puxou a taxa de juros para cima, produziu um recessão mundial — essa foi mundial mesmo — aquele choque pegou a economia chilena de frente e a economia chilena teve uma queda de 25% do PIB. O Barry Eichengreen, esse que eu acabei de citar agora, quando escreveu a respeito da propagação da crise mundial de 1929, que muita gente continua chamando de Crise das Bolsas, tanto quanto erradamente continua chamando essa crise, agora, de Crise das Bolsas quando na verdade ela é uma crise de confiança nas moedas dos países e uma crise econômica, ele diz o seguinte: “a crise começou por um erro operacional do Federal Reserve”, que tinha 25 anos naquela época, e contraiu uma oferta de moeda. O padrão ouro no câmbio fixo fez com que aquilo migrasse para todos os países do mundo.

Os países que estão em câmbio fixo, quando têm choques reais não têm forma de se defender. Quando os choques são monetários, como os choques de movimentos de capitais, não... Bem, também não estou pregando o câmbio fixo...Se você abrir o Rogoff hoje e folhear como eles encaram os regimes de *currency target*, de *currency zones*, este é um regime assimilado a câmbio fixo, não é um regime assimilado a câmbio flexível. De forma que esse arranjo chileno, hoje, o arranjo mexicano, hoje, o nosso arranjo são arranjos que mimetizam características do regime de câmbio fixo, muito mais do que o regime de câmbio flexível.

Choques na conta de movimentos de capitais são choques monetários e deveriam ser melhor absorvidos por regimes de câmbio com algum grau de fixidez dentro desta análise, não fossem os problemas dos ataques especulativos, quer dizer, o que nós temos que, no fundo descobrir é de que maneira ter algum grau de flexibilidade no regime cambial, não o regime de câmbio que produza toda a volatilidade da demanda de moeda. Se quiser abrir graus de flutuação, nós aí vamos juntos. E que, no fundo, permita evitar os choques externos. Agora, choques de movimentos de capitais amenos, aqueles que são provenientes de ataques especulativos — o que nós assistimos foi muito mais do que um choque de movimento de capitais, uma flutuação, foi um ataque especulativo que tem que ser tratado como defesa de um ataque especulativo.

A última observação que eu faço, só comentando um pouco a sua parte e a observação do Carlos Ivan a respeito da ligação entre a estabilidade da demanda de moeda e o lado fiscal. Obviamente, essa é



uma interpretação de vocês dois, absolutamente empírica, ela tem um sentido empírico, que pode ou não ser validada pelos dados, quer dizer, a proposição que está na cabeça do Carlos Ivan, a proposição que está na cabeça do Rubens, ainda que indiretamente, não sei, mas é que o desregramento fiscal produz algum grau de oscilação na economia, algum grau choque da economia que, por algum caminho desestabiliza a demanda de moeda.

Eu posso imaginar pelo menos um exemplo de que isso pode fazer sentido. Suponhamos o caso da CPMF, quando você tinha inflação de 50% e fazia uma CPMF de 0,25, o custo de reter moeda não mudava praticamente nada, você ia para os ativos que substituem moeda, do mesmo jeito, com ou sem CPMF. Hoje em dia, com a CPMF em 0,25, com o custo de cada transação, com inflação mensal baixa, com as taxas mensais de juros baixas, a CPMF pode tornar inviáveis, não o teu custo de trocar moeda, mas o custo daquela distribuidora de valores que fica no andar de cima do teu escritório, que no fundo manejava o caixa do teu escritório... o cara sai do negócio e você é obrigado a ir para um banco e deixa de ter o dinheiro do M2, você passa a ter o dinheiro no M1 e passa a ter o deslocamento.

Eu não estou negando o link; a única coisa que eu estou colocando é que eu não posso dizer que toda instabilidade da demanda de moeda vem desse tipo de link. Depois que nós viemos dos anos 80 para cá, você mesmo, Rubens, escreveu um trabalho no qual você começou a perguntar o que estava acontecendo com a demanda, se estava se deslocando... a tua interpretação foi que eram as inovações financeiras, e dali para a frente nós viemos trabalhando demanda de moeda e sempre encontramos fontes de instabilidade. Quer dizer, essas fontes de instabilidade são importantes e esta fonte que eu mencionei este anos, que eu não consigo detectar qual é, talvez seja ligada à CPMF, produz um crescimento de 50 a 60% em M1.

Mas esse é um campo aberto para pesquisa, para olhar. Agora, nós não podemos esquecer que a demanda da moeda ficou, independentemente de todas essas qualificações, extraordinariamente mais volátil do que era, e é evidente que quando você tem demanda com volatilidade e parâmetros deste tipo, você terá a volatilidade na taxa nominal. Não quer ir para câmbio fixo, quer ir para um regime mais flexível? Touché! Eu não quero objetar isso, não sou um defensor de *currency board* e não sou um defensor dogmático de câmbio fixo, mas vai ter que ter algum tipo de limite de flutuação, sem o quê nós vamos ter que conviver com flutuações e com volatilidade, que vão transformar o lado real da economia num inferno.

#### **CARLOS IVAN SIMONSEN LEAL**

Pastore, eu quero deixar claro que não sei se o câmbio flutuante é uma alternativa melhor do que o câmbio fixo para promover crescimento no longo prazo. A minha observação é no sentido de apoiar a sua afirmação de que seria, segundo o que eu entendi, loucura você ir para o câmbio flutuante na situação em que estamos. O que eu digo é que eu não me sentiria confortável de ir para o câmbio flutuante, sem ter

uma série de instrumentos adicionais, inclusive fiscal. Esses instrumentos adicionais seriam o orçamento público plurianual, na linha do que a Nova Zelândia está aos poucos construindo, num processo que leva alguns anos e recuperando instrumentos monetários que hoje em dia o Brasil não tem, como dívida de médio e de longo prazos; instrumentos que a Nova Zelândia também está reconstruindo. Para quê? Para poder segmentar o problema da volatilidade monetária em vários mercados, separar poupança do que é capital de giro de curtíssimo prazo. Então, eu tenho as minhas dúvidas se esse modelo de câmbio fixo, pelas mesmas razões que você, é sustentável no longo prazo. Acho que se você for para o regime de câmbio flutuante, você acaba sendo forçado a se restringir fiscalmente ou, então, o país fica uma preso a um dilema.

### **MEDIADOR**

Nós excedemos bastante o limite do tempo previsto para o painel e, portanto, eu gostaria de agradecer a todos e pedir que fizéssemos um intervalo de 10 minutos para o próximo painel.

## PAINEL VI

### PERSPECTIVA DO PLANO REAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Presidente da Mesa:

- João Paulo dos Reis Velloso - Professor da EPGE/FGV

Mediador:

- Carlos Ivan Simonsen Leal – Vice-Presidente da FGV

Debatedores:

- Paulo Guedes - Diretor do Banco Pactual
- Pedro Cavalcanti Ferreira - Professor da EPGE/FGV
- Renato Fragelli - Professor da EPGE/FGV
- Ruy Coutinho Nascimento - Secretário do Direito Econômico do Ministério da Justiça

## **PAINEL VI – PERSPECTIVA DO PLANO REAL E CRESCIMENTO ECONÔMICO**

Vamos começar a sexta e última sessão do IV Encontro Nacional sobre Mercados Financeiros. Há uma mudança, o Presidente do Banco Central, Dr. Gustavo Franco, não vai poder vir; o Presidente da Mesa será o Ministro João Paulo dos Reis Velloso, Professor da Escola de Pós-Graduação da Escola de Economia da Fundação Getulio Vargas; o Mediador serei eu, Carlos Ivan Simonsen Leal; os debatedores serão o Dr. Paulo Guedes, do Banco Pactual, Pedro Cavalcanti Ferreira, Professor da IPGE e Renato Fragelli, Professor da IPGE e o Dr. Ruy Coutinho Nascimento, Secretário de Direito Econômico do Ministério da Justiça.

Passo a palavra ao Dr. Paulo Guedes para que comece a discutir sobre o tema Perspectivas Plano Real e Crescimento Econômico - Câmbio Real, Crescimento, Privatização e Regulação, Educação, Infra-Estrutura e Reformas.

### **JOÃO PAULO DOS REIS VELLOSO**

Eu vou interromper a sessão um instante pelo seguinte: nós não estamos atrasados, como vocês já perceberam, nós estamos atrasadíssimos porque as 18h15, nós temos a palestra de encerramento do Ministro Francisco Dornelles. Então, eu tenho a impressão de que o Carlos Ivan e o Rubens me convidaram para presidir esta sessão, porque é uma tarefa impossível e foi pura maldade... Nós somos obrigados a dizer aos expositores que cada expositor vai dispor de 15 minutos, é a única maneira de tentar fazer algo razoável dentro da situação em que nos encontramos.

### **PAULO GUEDES**

Bem, eu vou tentar voar e vou começar direto. Um pano de fundo global, como se fosse um modelo de equilíbrio geral e, depois, um pouco o Brasil, a política cambial e reformas. Nesse pano de fundo, vocês estão observando que existe um fenômeno hoje que é o *crunch* da Ásia. A Ásia desabou. Nós podemos decompor esse colapso asiático em basicamente três componentes: o primeiro, os senhores podem ver ali, as linhas horizontais são as taxas de crescimento a longo prazo, quer dizer, modelos de crescimento tipo Cass, Koopmans, Solow, modelos de crescimento que explicam porque que um PIB cresce como função da acumulação dos fatores de produção: educação, tecnologia, capital físico, mão-de-obra, etc.

Um artigo extremamente interessante do Paul Krugman, há quatro ou cinco anos atrás, no Foreign Affairs, previa que a Ásia teria, mais cedo ou mais tarde, um desabamento na taxa de crescimento

do longo prazo, que é exatamente aquele deslocamento na taxa vertical. O PIB asiático estava crescendo em torno de 8, 9, 10% ao ano e ele previa à época que o crescimento asiático teria dificuldades em se manter. Isto, apesar de toda a mística de planejamento centralizado, indicativo, famílias de grupos empresariais, onde um grupo vai mal mas o banco capitaliza aquele grupo para que ele possa enfrentar a competição norte-americana; o *life time employment*, quer dizer, um capitalismo do bem-estar, um capitalismo de face humana, que mantém o emprego e por isso gera eficiência, porque não desperdiça recursos, era o paradigma da Ásia que, aparentemente, podia se expandir sem limite.

O Krugman argumentava, naquela época, que era muito mais um movimento basicamente de sociedades atrasadas em direção a sociedades mais avançadas, com urbanização, com absorção de movimento de fatores de produção e, conseqüentemente, era muito mais um movimento em direção à fronteira de produção e não o estabelecimento de um novo modelo de crescimento econômico que tivesse muito a ensinar para o Ocidente. Então, ele previa àquela época que haveria um desabamento nessa taxa de crescimento a longo prazo. E realmente esse é o primeiro efeito, que eu estou chamando de Efeito Krugman, quando essa taxa de longo prazo cai de 8, 9, para, digamos, 4 ou 5%.

Nesse sentido, nós já vivemos experiências semelhantes, quer dizer, a própria União Soviética e o próprio Brasil, nos anos 70, ao descobrir tecnologias, por meio de programas de substituição de importações e algumas tecnologias relativamente simples, mas que tinham poder multiplicador sobre geração e emprego na economia e aconteceu particularmente na União Soviética, se você sabe fazer hidrelétrica, se você sabe fazer estrada e se você sabe fazer planta de aço para fabricar aço, você pode ter aí 5, 10, 20 anos de crescimento bastante acelerado à base de usar essas indústrias, como o Japão e posteriormente a Coreia usaram eletro-eletrônicos e automóveis. É uma tecnologia simples, você vai montando, é um processo muito mais horizontal do que vertical, de aprofundamento.

Você não tem a geração dinâmica tecnológica e isto o Krugman apontava à época, quer dizer, não é que o Japão tinha descoberto fontes tecnológicas alternativas ou coisas extremamente sofisticadas, não, ele estava simplesmente, ele copiou um pouco de tecnologia, massificou e criou um novo fenômeno de crescimento. O Krugman dizia: “Oh, essa festa vai acabar”. Então, esse é o primeiro efeito, que é o deslocamento naquela taxa de crescimento no longo prazo.

Aí, você põe um segundo efeito em cima disso que é o efeito da expansão cíclica. Os ciclos existem, existem fases de sobreinvestimento, erro de cálculo... o mercado não é perfeito, o capitalismo não supõe a perfeição e os mercados são espelhos da ação humana; você erra, você acha que deve investir mais, toma dívida demais no exterior e não necessariamente os *booms and busters*, os ciclos exigem fim inflacionário. O Japão cresceu muito e depois implodiu sem que tivesse passado por uma hiperinflação, como o Brasil, por exemplo, que crescia muito, financiava mal, depois explodia, depois tinha um plano de estabilização, quer dizer, é possível você ter um *real business cycle*, um ciclo de negócios, flutuação cíclica, real. Houve um excesso de investimento, cresceram demais em certas áreas e, depois, o negócio afunda.

A União Soviética, por exemplo, afundou e a inflação veio muito posteriormente, ela já tinha afundado a dinâmica de crescimento também por sobreinvestimento, mau sistema de preços, uma série de ineficiências que se revelaram presentes no caso asiático. Agora, quando você combina uma queda na taxa de crescimento de longo prazo com os modelos de flutuação cíclica, quer dizer, isso aqui é *growth*, teoria de crescimento; isso aqui é *business cycles*, são ciclos. Ora, se você está descendo do oitavo andar, você estava em cima de uma cadeira e começa a descer, que é uma desaceleração cíclica, mas o chão do oitavo andar desaparece, desaparece o sétimo, desaparece o sexto, desaparece o quinto, você não sabe onde vai parar. Então, o que era uma expansão cíclica, chegando ao final, quando aquilo começa a entrar em desaceleração, se o chão desceu, aquele é um mergulho muito mais profundo do que parecia possível, e isso explica 50% do colapso asiático.

Agora, além disso, houve um terceiro efeito que foi um desalinhamento regional de moedas. Por um lado, entrou a China, cujo custo de mão-de-obra chegava a 10 centavos de dólar, enquanto que na Coreia era US\$ 8,00 ou quase US\$ 10,00. Então, estamos falando de fatores de um centésimo do custo de mão-de-obra dos outros.

Então, o modelo asiático funcionava relativamente bem enquanto um *major player*, que era a China, estava fora. Quando a China gostou do brinquedo e falou: “Espera aí, a Coreia está enriquecendo, Taiwan está enriquecendo, o Japão enriqueceu, deixa eu brincar disso também”. Só que é um bilhão de trabalhadores baratos entrando nesse jogo. A nossa indústria de calçado está sentindo os efeitos, a nossa indústria têxtil também e esse é um *major player* entrando nos mercados.

Então, se por um lado você tem um parceiro sofisticado tecnologicamente, que é o Japão, e o Japão desvaloriza a moeda e, por outro lado, você tem a China entrando, cortando por baixo, bom, você simplesmente quebrou a perna das economias asiáticas. Aí, elas foram caindo em sequência: Malásia, Taiwan, Cingapura, foi caindo uma a uma, devagarzinho, e estão resistindo Hong Kong, que tem condições de resistir, tem um *currency board* tecnicamente indestrutível e pode ser até que resista.

Mas, a realidade na Ásia é mais ou menos essa. Nós estamos vivendo exatamente o inverso do que está acontecendo nos Estados Unidos. É interessante e eu quero mencionar um livro do Marcelo Gleizer, que é um físico brasileiro que trabalha nos Estados Unidos e esteve no Pactual, uma vez, dando uma palestra. Ele falava sobre as teorias de criação, expansão e duração do universo e existem teorias que são consagradas cientificamente, é o big bang, quer dizer, as galáxias se afastam, o universo tem duração, quer dizer, tem início, não se sabe ainda se tem fim, mas de qualquer forma, quando você mede as galáxias, o universo não tem dimensão finita, quer dizer, você não sabe... as galáxias estão se expandindo em velocidade crescente uma das outras e você pega isso por radiação cósmica, e o universo aparentemente está em expansão e existem duas teorias: uma de que vai em expansão para sempre e não termina, e a outra é justamente que em algum ponto, ele começa a refluir e começa a colapsar sobre si mesmo, que é o big crunch.

A Ásia está vivendo o big crunch. Quando você olha para os Estados Unidos é exatamente o contrário, os Estados Unidos estão fazendo o desfile da vitória, a vitória do capitalismo. Eles fizeram a grande reestruturação na década de 80, têm realmente tecnologias dinâmicas, subiram a taxa de crescimento de longo prazo e, em cima disso, saíram em torno de uma recuperação cíclica que já está levando sete anos. Então, dá a impressão, para quem não decompõe o fenômeno, dá a impressão de que os Estados Unidos estão no *big bang*, é um universo econômico que vai se expandir para sempre, vão comprar o mundo inteiro, e a Ásia vai acabar, está num *big crunch*, acabou o universo. E, na verdade, a gente sabe que não é nem uma coisa e nem outra, é uma combinação de fatores estruturais com fatores de flutuação cíclica.

No caso particular da Ásia, existe um diagrama do Mead, que é um economista keynesiano, no qual a gente podia perceber que era mais ou menos inevitável isso, você tem uma curva de equilíbrio externo, tem um equilíbrio interno, você tem no eixo o câmbio real, tem no eixo aqui a absorção em termos reais, que é a componente doméstica da demanda agregada, nível de gastos. É impactado por gastos do Governo, impostos, etc., e você tem, então, várias áreas que sugerem o *policy making*, e no caso dos asiáticos, ex-Japão, eles tinham um enorme déficit e tinham desemprego; então, era inevitável que a variável de ajuste fosse o câmbio. Muita gente lê isso e diz: “Bom, o que aconteceu lá foi um colapso”... tem muita gente no Brasil, inclusive, gente do Banco Central, etc., que diz: “Está vendo, foram para o câmbio flutuante, explodiu tudo”. Não é bem assim, é exatamente o contrário, ficaram 13 anos no câmbio fixo e aí explodiu tudo, porque macroeconomicamente, na situação que eles estavam, o inevitável é que a variável de ajuste fosse o câmbio.

No ponto de vista do Japão é exatamente o contrário, o Japão é a prova que Keynes ainda vive, quer dizer, eu gosto muito de Keynes, eu não gosto muito de keynesiano, mas de Keynes eu gosto muito e, inclusive, há um paper do Akerloff, que é um economista do MIT, onde você usando expectativas quase racionais... basicamente a idéia é: mercados imperfeitos e a grande contribuição à época, do Keynes, foi justamente do ponto de vista de dinâmica inflacionária. Quem lia os keynesianos, à época, como o próprio Robert Barro, que agora é um homem de expectativas racionais, à época era um keynesiano, o Clower, que era um keynesiano, a grande variável keynesiana interessante foi justamente do ponto de vista dinâmico, quer dizer, embora a longo prazo tudo pudesse se ajustar, a curtíssimo prazo, as variáveis de ajuste são quantidades.

Então, agora estão revivendo a teoria keynesiana em bases de: por que os preços são mais ou menos sticky e por que um país pode ficar oito, nove, dez anos em depressão, entre aspas — o Japão está vivendo hoje a grande depressão de 29 que os americanos viveram. E evidentemente só se sai desse buraco movido pela economia interna, quer dizer, o Japão é grande demais para ser rebocado pelos outros e não pode mais ficar filando o mercado norte-americano, e ele depende realmente de reativação interna, redução de impostos e reativação de mercado interno. Nesse tipo de cenário, onde você tem um universo no qual metade está quebrado, que é a Ásia, um terço do mundo está quebrado, a outra metade está

quente, tem que somar três terços...então, vamos supor, um terço está com um ponto de interrogação, que é a Europa, que está num esforço de reconstrução, unificação; um terço está ruim, que é a Ásia; e um terço está quentíssimo, que são os Estados Unidos.

Bem, é nesse contexto que nós temos que colocar o Brasil. O Governo entrou com um programa de estabilização sem reformas, a tristeza foi essa, quer dizer, o Fernando Henrique simplesmente priorizou... e aí os economistas do Governo também ajudaram pouco porque os economistas disseram: “Esse negócio de reforma é crescer mais ou menos, não é importante para a inflação”. Substituíram o imposto inflacionário pela poupança externa, o déficit foi crescendo e se você está num cenário internacional, como você tinha do big bang, quer dizer, do qual nós participamos de certa forma.

Em 1986, os primeiros especuladores começaram a vir para o Brasil, era o Milken, o George Soros, depois vieram os bancos de investimentos, depois os fundos de pensão, devagarinho, em cima desse modelo do novo paradigma. “A América Latina está barata, virou o jogo, eram governos militares que viraram governos democráticos, existe agora vontade de combater a inflação, são novos regimes econômicos, estão privatizando”, essa música veio tocando... o Fernando Henrique nunca reclamou da globalização enquanto o dinheiro estava entrando, inclusive, permitiu ao Governo desfrutar de preços mais altos, empresas estatais, durante o programa de desestatização, exatamente por isso, quer dizer, ele abriu a vela, o vento soprou e o barco andou; agora, ele está aborrecido porque o vento parou ou podia parar.

Foi justamente essa visão de globalização que permitiu que esse cenário de liquidez internacional viabilizasse essa estratégia nossa de estabilização sem reforma. O Governo lançou o plano em cima de âncora monetária e cambial, desindexou a economia, deu o primeiro passo correto e ficou esperando as reformas, e o tempo foi passando e a prioridade de Governo, em vez de fazer as reformas, passou a ser a reeleição. Está tudo muito certo, desde que tudo continue bem. Nós tivemos um ligeiro trailler do que pode acontecer se houvesse realmente o fim da expansão cíclica americana, e realmente a economia americana começasse a descer, as bolsas comessem a descer.

Acontecendo esse tipo de coisa, quer dizer... não vai dar para passar tudo, mas eu tenho vários indicadores de expansão monetária, queda de juros no Japão... o Japão, hoje, expande moeda a 11, 12%, com inflação de 1; os Estados Unidos expandem moeda, M1, M2, M3, a 9 ou 10% ao ano — esse é um trabalho que o José Carlos Carvalho, um ótimo economista lá do Banco Pactual me ajudou a elaborar —, e vê-se sinais claros de, por um lado, com o fim da inflação, todo mundo expandindo um pouco mais de liquidez; por outro lado, do ponto de vista de mundo, o mundo inteiro indo em direção ao novo paradigma, você tem os déficits públicos na Europa, nos Estados Unidos — só no Japão cresceu por problemas óbvios —, mas você vê uma menor demanda de capital de governos europeus, então são déficits com percentagem do PIB, Alemanha, França, Inglaterra, Itália, Espanha, então, você tem uma maré espetacular.



O novo paradigma é o seguinte: os Bancos Centrais, no mundo inteiro, resolveram imitar o Bundesbank, o Federal Reserve, todo mundo lançou suas âncoras monetárias; ao mesmo tempo, com o fim da visão estatizante de Governo, os governos do mundo inteiro, até pela força da unificação européia, monetária, os governos todos começaram uma equalização de políticas fiscais e reduzir... Ora, então existe uma maré abundante de liquidez internacional: a taxa de poupança constante, a emissão monetária aumentando levemente, dentro de um modelo de que a inflação morreu no mundo; e por outro lado, todos os déficits públicos caindo, as taxas de juros no mundo inteiro começaram a descer, ou seja, eu tenho aqui alguns gráficos, as taxas americanas estão hoje num low dos últimos oito ou nove anos; o Japão está a 1,5%, papel de 10 ou 12 anos, quer dizer, as taxas desabaram no mundo inteiro e começou uma frenética busca de ativos no mundo inteiro. Veio parar dinheiro aqui, no Rio de Janeiro, foi parar em Kuala Lumpur, em todos os lugares.

Esse cenário pode se reverter; se isso acontecer é justamente onde se revelou a nossa vulnerabilidade, quer dizer, no dia em que houve o crash, um ensaio de crash na bolsa americana, a bolsa americana caiu, a Ásia já estava caindo, o que é que aconteceu nos nossos mercados? Um trailer da nossa vulnerabilidade: a bolsa abria, 10% de baixa, limite de baixa, fecha, começa daqui a 20 minutos. Abria de novo, 10% de baixa, fecha, agora só abre no dia seguinte. Câmbio futuro explodindo; futuro de juros explodindo; os bradys, lá fora, desabando; esse é um pequeno triller que mostrou o nosso grau de vulnerabilidade. O Brasil ainda não fez o dever de casa, pegou o ventinho de fora, liquidez abundante; foi empurrando com a barriga, “vamos ser reeleitos e depois a gente encara isso”... porque o que é impopular a gente sempre deixa para depois. Isso nos deixou meio de calça curta.

A nossa sorte, no momento, é exatamente que está havendo — e aí, só a título de curiosidade — quando a gente vê isso, todo mundo no Brasil diz “está vendo, o spread Brasil fechou, o spread over-treasury, o C-bond, isso é uma prova de confiança no Brasil, o Brasil é importante, o Plano Real, etc., etc”. Bom, aí você tira este gráfico e põe este outro, aqui tem Bulgária, Paraguai, Bolívia, Equador, todo mundo, e você vê que aconteceu a mesma coisa com todo mundo, quer dizer, deve ter um sujeito, na Bulgária, dizendo, com hiper-inflação, eles tiveram um surto de hiper-inflação, dizendo a mesma coisa: “Está vendo, a prova de confiança do mercado internacional, na nossa política econômica, nós somos muito bons, etc”... Esse é um fenômeno internacional, está acontecendo, a maré sobe, sobe barquinho, sobe iate, sobe cruzador, sobe tudo; quando desce, desce barquinho, desce iate e desce cruzador, desce todo mundo também.

Então, isso foi bom porque nos deu um susto e nos deu tempo para pensar. Mas eu diria o seguinte: eu vou só fazer uma afirmação um pouco provocativa, isto é só para vocês verem o que aconteceu no meio da crise... Já estava acontecendo um fenômeno que era justamente a queda dos juros internacionais, o bond de 30 anos, isto está acontecendo há muito tempo e reflete essa enorme montanha de liquidez internacional. E quando houve esse crash na Ásia, se acelerou o flight to quality, quer dizer, correu todo mundo em direção ao bond americano e a taxa desabou mais ainda rapidamente nesse último

período aqui. E curiosamente, nesse período, o spread sobre o Brasil aumentou, quer dizer, o pessoal falou: “É bom, mas não é tão bom assim, vamos tirar o time porque ainda tem coisa para acontecer lá em baixo”.

Eu vou provocativamente terminar dizendo que estes são gráficos que ilustram o fenômeno geral, quer dizer, foram anos e anos de câmbio fixo nesses países todos e, de repente, o negócio sofre uma explosão. Isto é Filipinas, Tailândia, Malásia e Coreia, toda aquela turma... e a mensagem é mais ou menos a seguinte — eu vou deixar provocativamente e depois, na parte, na parte de perguntas e respostas, eu elaboro um pouco mais, mas a mensagem básica é o que eu chamo da síndrome da descarga. A síndrome da descarga é mais ou menos o seguinte: nós sabemos que tudo que existe em literatura a respeito de escolha de regime ótimo, os economistas sabem algumas coisas, não sabem a maioria das coisas, mas sabem algumas coisas mais ou menos testadas empiricamente. E nós sabemos que toda teoria resultante da teoria de áreas ótima de moedas é mais ou menos o seguinte: países de dimensão continental como o Brasil, onde você não tem muita mobilidade de fator, por exemplo, do Brasil para os Estados Unidos ou do Brasil para a Europa ou do Brasil para a Ásia ou da Ásia para o Brasil, onde existe um grau de diversificação industrial e agrícola já relativamente razoável, e onde existe um mercado de non-tradeables em torno de 85 a 90% da economia, o regime interessante, ótimo, a longo prazo é o de câmbio flexível.

Você é o marco subindo e descendo, você vê o dólar subindo e descendo, você vê o ien subindo e descendo. Mas pode-se dizer: “bem, mas o Brasil não é tão avançado”. Está certo, mas a meta devia ser chegar lá. Se você não está lá é por uma razão muito simples, é porque você ainda não conseguiu dar a decência necessária para o seu quadro fiscal, como eu ouvi o Carlos Ivan falando aqui, no seu quadro monetário, porque quando você der efetivamente, você vai poder ter um câmbio flexível.

Um país com 90% de non-tradeables e 10 ou 15% de tradeables tecnicamente o câmbio é uma importante variável de ajuste. Eu digo isso, particularmente... muitos economistas do Governo são keynesianos, vem de uma boa estirpe acadêmica, também, e Keynes foi um economista que se consagrou ao dizer que a defesa de uma paridade era burra para a Inglaterra, que o importante era que as políticas monetária e fiscal fossem focadas no equilíbrio interno e que a paridade do pós-guerra, no caso, na Inglaterra, era indesejável, era irrealista, não era interessante. Então, economistas com uma boa estirpe acadêmica que leram o Keynes de verdade... porque se você ler o Tract on Monetary Reform, ele era neoclássico, clássico, você vai ler o Treatise on Money, ele já está começando com o negócio do Tobbin, do Modigliani, já está virando um keynesiano; e na Teoria Geral, ele é keynesiano mesmo, e em cima disso tem toda uma literatura que vem depois. Ora, se o Keynes estivesse aqui, hoje, ele diria para o pessoal: “Olha, está errado, fazer uma recessão, derrubar PIB, esse troço todo, por um desequilíbrio externo, não é bem assim, não é legal esse negócio”.

Agora, o Governo pode estar cometendo um erro. Eu não vou discutir a conveniência ou não, a curto prazo disso. É claro que com o câmbio fixo, você convence quem quiser participar da privatização

mais rápido; é claro que com o seguro cambial, você induz uma porção de gente a fazer, no início do Plano, o financiamento especulativo de curto prazo, a arbitragem de juros, porque tem a certa de que não a máxi, o cara vai e empresta o dinheirinho, participa um pouco do financiamento; é claro que você auxilia um pouco os investimentos diretos, mas você não pode se atrelar a uma trajetória pré-definida de câmbio incondicionalmente. Todo mundo sabe que formação de expectativa é condicional a estados da natureza; se for um major crunch no mundo, não vai levar cinco minutos para derrubar o Banco Central inteiro, o Ministro da Fazenda, o Presidente de... cai todo mundo.

Então, é importante só ter essa noção de que, mais cedo ou mais tarde, fazendo as reformas, nós temos que ir em direção a isso. Muita gente vai dizer o seguinte: “Bom, mas se mexer no câmbio, explode tudo, vai ter máxi, vai ter isso e vai ter aquilo, vai ter inflação. Nós vamos discutir isso com mais calma depois, mas eu só deixo aqui, para reflexão, a síndrome da descarga, que é o seguinte: um japonês, um dia, apertou a descarga no momento exato em que explodiu a bomba de Hiroshima. Ele evidentemente, por reflexo condicionado, nunca mais apertou a descarga na vida; ele entre nos banheiros públicos, faz as necessidades, vai embora, sem apertar a descarga porque ficou traumatizado, ele apertou a descarga e o negócio explodiu. Ele nunca sabe se vai levar um susto daqueles de novo.

Nós demos várias máxis em meio a diarreias monetária e fiscal; o Delfim, aliás brigando contra a lógica do nosso professor Simonsen, à época, que dizia que orçamento era coisa importante, que política monetária era coisa importante, o Delfim dizia: “Plante que o João garante, vamos lá, o crédito isso, a própria oferta, a agricultura, conta aberta do orçamento, tal” e, evidentemente o negócio deu errado ali na frente, explodiu tudo, e quando ele deu a máxi, a inflação foi de 70 para 200, então, ele é prisioneiro também da síndrome da descarga, ele acho que eu máxi, explode tudo.

Então, quando a pessoa o vê na imprensa falando “Não, tem que mexer no câmbio”, pensa: “Pô, ele é um cara que tecnicamente está sugerindo um negócio legal”, não é não, a oposição sugere a máxi porque tem a certeza de que vai explodir o governo, e, então, ele fala isso de maldade. Por outro lado, o Governo é prisioneiro também de uma ligeira confusão: ele está confundindo a defesa de um programa de estabilização com a defesa de uma paridade; isso é um equívoco. O dólar caiu 30 ou 40% em relação às principais moedas de 85 a 90 e não aconteceu inflação nenhuma nos Estados Unidos. O ien acaba de cair 35% e não aconteceu inflação nenhuma lá, porque existem âncoras monetárias e fiscais do outro lado; existe uma coisa que é maior do que aquilo ali. Aquilo é um preço importante, super-importante, agora, quanto mais tempo você se aprisionar nessa lógica, quer dizer, claro que se você dá um seguro cambial, está cheio de aventureiro que vai lá fora, faz um leverage ..... aqui dentro, compra empresas enormes alavancado lá fora no eurobond, que se não conseguir rolar daqui a seis meses ou um ano, o sujeito quebra e nós vamos pedir de novo a estatização daquelas companhias. Quanto mais tempo você der essa morfina, que é falta, que é a certeza de um preço crítico, isso é falso e nenhum economista sério vai dizer que é possível trabalhar no Brasil, nos próximos 20 anos, com juro de 6% ao ano, nem mais e nem menos. Vale o mesmo para o câmbio e nenhum cara sério vai dizer que é para sempre uma determinada paridade

cambial. Não é legal isso, não é certo, é um regime cambial administrado e funciona enquanto os outros, nas condições internacionais, permitem.

Eu termino dizendo que as nossas maxis anteriores, a do Armínio em 17%, no final do Governo Collor, a inflação indo para 5.000%, também apertou a descarga, no meio de uma diarreia monetária e explodiu tudo. Todo mundo no Brasil acha que é assim mas eu digo que se nós fizermos as reformas monetárias, fizer tudo certinho, não tem problema e pode, quando acabar, pode apertar a descarga, faz aquele barulhinho, a inflação sobre um pouquinho, mas dá para apertar a descarga, não vai estourar a bomba, toda vez que apertar a descarga.

A crítica de que o erro foi inicial é um pouco superficial, assim como a crítica de que o erro foi a valorização no início. Eu acho essas críticas superficiais, porque no início, quando você faz um programa como esse, o número 1, o overshooting é uma figura conhecida; se o Brasil vai fazer um programa de estabilização e vai ficar com um juro muito mais alto do que no resto do mundo, tem uma trajetória dinâmica do câmbio, dali para a frente, que ele tem que afundar o suficiente para dali para a frente subir pelo diferencial de juro. Se você não fez a reforma fiscal, tem um déficit enorme, dá um choque monetário cavalgar, por uma herança inflacionária de duas décadas, é claro que, no início, aquilo afunda, e se o câmbio é livre, afunda mesmo. Isso, eu entendi à época, que era um recurso, primeiro, podia ser exatamente para que a entrada de recursos de fora não monetizasse mais do que você quer e, então, você faria uma monetização — isso foi até dito pelo Pastore — você recompraria a dívida e reduziria um pouco o déficit fiscal futuro, retirando dívida.

Segundo, àquela época, o Banco Central — Gustavo Franco e Chico Lopes — não poderiam saber, número um, que o Presidente ia estar mais interessado na reeleição do que na reforma, número dois, que não ia cortar o déficit; número três, que poderia haver uma crise internacional. O Banco Central fez galhardamente o seu papel: criou a âncora monetária, trabalhou forte a parte monetária, criou a âncora cambial, trabalhou forte e ficou esperando e é o exemplo que eu dava sempre, o Gustavo Franco é o general que tomou Moscou, está esperando reforço, e o tempo está passando, o inverno está chegando, os russos estão se reagrupando, Moscou foi conquistada várias vezes, mas nunca foi definitivamente ocupada. Então, hoje, tem ex-Ministros que criticou o Gustavo quando estava no cargo e critica hoje também quando está fora, que é parte do problema porque não acelerou a privatização, não ofereceu a liderança para encaminhar o projeto de reforma e agora vem e diz o seguinte: “Está vendo, eu não falei que tinha problema”? Claro, o problema era o cara, era parte do problema, porque o Banco Central estava fazendo a sua parte, mas como as reformas não andaram, a trajetória de câmbio foi ruim.

Então, eu fico por aqui, depois a gente elabora.

## **MEDIADOR**

Professor Pedro Cavalcanti, por favor. Não adiantou eu pedir ao Paulo para ser breve... ele foi breve à moda dele, eu pediria que você fosse breve à minha moda.

### **PEDRO CAVALCANTI FERREIRA - Revisado**

O assunto tratado aqui será abertura, barreiras comerciais e crescimento. A idéia a que quero chegar é que, se é verdade que Coréia, Japão, Taiwan e outros países asiáticos estavam caminhando para a fronteira tecnológica e que eventualmente suas taxas de crescimento iriam diminuir - e este é o diagnóstico do Krugman, que está baseado num trabalho do Alwyn Young(1994) - talvez o Brasil esteja perdendo essa chance de convergir para o grupo dos ricos. Nós podemos estar caminhando para uma outra fronteira, não necessariamente para uma fronteira tecnológica avançada, mas por causa de um fenômeno que vou explicar, de armadilha de pobreza, a gente pode estar caminhando para uma fronteira inferior.

Vou tentar explicar um pouco a importância de abertura para crescimento, mostrar alguma evidência, fazer rapidamente um quadro comparativo entre o Brasil e a Coréia, depois falar da situação brasileira, explicar em um minuto esse conceito de armadilha de pobreza e defender a idéia de que as últimas ações brasileiras caminham exatamente para uma associação, que chamo de “opção preferencial pelos países pobres”, que é o Mercosul, em vez de você fazer alianças com países avançados. Ao fazer alianças comerciais com países atrasados, que são os países que cresceram muito pouco ou países que optaram realmente pelo fechamento, o Brasil está enfatizando o comércio com países que talvez não te interessem tecnologicamente e pode-se acabar onde eles estão, que é num equilíbrio atrasado, num equilíbrio negativo.

Hoje já existe bastante evidência empírica da relação positiva entre crescimento econômico, nível de produto e abertura comercial. Por exemplo, em artigo recente Edwards(1996) utiliza oito medidas de abertura para mostrar que o efeito de barreiras comerciais - medidas por tarifas, barreiras não tarifárias, ágio no mercado paralelo de câmbio, etc. - sobre a taxa de crescimento pode ser bastante significativo. O mesmo resultado é obtido em inúmeros outros trabalhos, que utilizam diferentes bases de dados e técnicas econométricas, como por exemplo, Lee(1995), Harrison(1995), Taylor (1996) e Sachs e Warner(1995). Estes últimos dividem os países em desenvolvimento entre aqueles que seguem políticas “propícias ao crescimento” (basicamente respeito a contratos e propriedade, por um lado, e abertura comercial, por outro) e aqueles que não seguem. Este autores mostram que, dos 12 países do primeiro grupo, 10 cresceram entre 1970 e 1988 a taxas acima de 3% ao ano em termos per capita e os outros dois entre 2% e 3%. Entre os países que não seguiram políticas de abertura comercial somente a China poderia ser classificada como de crescimento rápido, a enorme maioria (51 países) pode ser considerada de crescimento lento, isto é, cresceram a menos de 2% per capita ao ano. Finalmente, além de um efeito sobre a taxa de crescimento, você tem um efeito sobre o nível do produto e produtividade: países ricos são

países mais abertos e existe evidência que abertura comercial aumenta a produtividade dos fatores (Frenkel e Romer(1996).

Por que a abertura é importante? Temos uma explicação tradicional, que vem desde Ricardo, e temos razões mais modernas, que vêm do Krugman, vêm do Grossmann & Helpman (1991), entre outros. A explicação tradicional diz simplesmente que países abertos se especializam naqueles bens onde eles possuem vantagens comparativas. Uma alocação mais eficiente de insumos significa mais produtividade que significa um efeito de nível - você vai produzir de melhor forma os bens que se especializou e então você vai ter uma renda mais alta - mas o aumento de produtividade significa também taxa de crescimento mais alta. Essa é a explicação que vem desde Ricardo, há mais de 150 anos.

Por outro lado, as novas teorias de crescimento vão dizer o seguinte: você também pode ganhar ao comercializar com países que são parecidos com você, ou com países que são diferentes de você mas que são mais avançados, porque quando você está importando um bem de um país mais avançado, você está importando tecnologia embutida nesses bens. Obviamente, você também tem critérios de bem-estar e não só de crescimento, você pode querer importar um carro diferente dos existentes no país, isso vai aumentar o bem-estar da economia. Entretanto, a idéia básica aqui é a idéia da tecnologia embutida nos bens que você está importando. Por isso que é importante você não só se especializar nos bens em que você tem vantagem comparativa, mas também você comercializar com países que são mais avançados do que você, porque você está trazendo tecnologia.

Na palestra do ano passado, eu disse que é “exportar não é o que importa; o que importa é importar”, mas mais do que isso é de quem você importa é o que importa, porque se você está importando dos Estados Unidos ou da Alemanha, você está importando tecnologia de ponta; se você está importando da Argentina, você não sabe muito bem o nível tecnológico do que você está importando; talvez você esteja importando produtos que você até tenha vantagem em produzir domesticamente.

Em suma, essas são as duas explicações para o efeito de abertura comercial sobre crescimento: uma é a vantagem de comercializar via especialização no que você é mais eficiente e a outra é de você trazer tecnologia e aumentar o número de insumos disponíveis no seu país.

Bom, o que podemos falar sobre o grau de abertura do Brasil? Se olharmos o volume de comércio exterior do país desde 1953, em termos de paridade do poder de compra, veremos que ele se mantém entre 12% e 20%, até 1991. A Coreia, por outro lado, até o começo dos anos 60 comercializava, como proporção do PIB, volume semelhante ao Brasil. Entretanto, a partir desta data tanto exportações quanto importações deste país crescem aceleradamente até atingirem em 1980 70% do PIB e desde então se mantém neste patamar.

O que isso significou em termos da relação entre os preços de bens de investimento e o dos bens de consumo? Essa também é uma medida muito boa de intervenção no setor externo, porque, em geral quando você impõe tarifa, você está impondo especialização no que você não tem vantagem comparativa,

que no momento talvez fossem máquinas sofisticadas. Isto não quer dizer que este país vá sempre produzir bananas; se você está crescendo, você vai mudando a sua composição de insumos e, então, você começa a produzir banana, depois produz doce de banana, depois você vai fazer a máquina de fazer doce de banana e daqui a pouco você está fazendo computador. A teoria das vantagens comparativas não é necessariamente estática. Aqui, o que se está falando é que, no momento em que você não tivesse vantagem comparativa, você estava distorcendo totalmente as suas decisões de investimento e, mais do que isso, você estava impossibilitando o país de importar tecnologia. Quando olhamos a série de preço de bens de investimento sobre preço de bens de consumo, vemos que na Coreia, embora esta série tenha flutuado muito, ela possui uma tendência claramente declinante. Esta relação cai de um pico de 1,6 em 1962 para 1 em 1988. Já no Brasil, a partir da mesma época esta série subiu, desceu, e começou a subir aceleradamente a partir de 1972. Ela atinge 1,8 em 1988 quando era menos de um em 1960, Isto é, o custo relativo do investimento no Brasil aumenta enquanto na Coreia ele cai.

Qual é o resultado? Se pensarmos em termos de renda relativa aos Estados Unidos veremos que o quadro é dramático. Em 1960 o PIB per capita brasileiro era cerca de 17% do americano enquanto o da Coreia era somente 9%. Até 1980, o Brasil tinha uma renda mais alta do que a Coreia, em termos de paridade de poder de compra. A partir de 1981, a Coreia explode e o Brasil anda para trás. Em 1991 a renda per capita coreana já era 45% da americana e a brasileira pouco mais de 20%. Se levarmos em conta que a renda per capita americana cresceu no período a uma taxa anual de 2%, fica claro o quanto este “catch up” por parte da Coreia significou em termos de crescimento. Eu acho que existem muitas razões para explicar esse fenômeno: a Coreia investiu pesadamente em capital humano, investiu pesadamente em máquinas, teve um fator de migração campo-cidade, mas obviamente a abertura teve um papel fundamental nisso e eu acho que as evidências apresentadas apontam para essa direção.

Onde é que o Brasil fica nisso tudo? Olhando a base de dados de Summer & Heston, que corrige por paridade do poder de compra, você vai ver que o Brasil, em 1985, era o 10º país mais fechado do mundo, medido por volume absoluto de comércio exterior. Quando você corrige por tamanho<sup>1</sup>, o Brasil passa a ser o 22º país mais fechado entre os 152 países da base de dados. Se olharmos a média entre 1960 e 1985, o quadro é mais dramático ainda, pois segundo esta medida o país foi o quinto mais fechado do mundo neste período e isso dá uma idéia das oportunidades que o país perdeu. Nós calculamos, utilizando técnicas estatísticas, quanto é que o Brasil devia estar comercializando para um país do tamanho dele. Isto

---

<sup>1</sup> Em geral tende-se a associar grau de abertura com o total de exportação mais importações dividido pelo PIB. Obviamente, você tem um problema aqui que os países grandes tendem a comercializar mais internamente do que externamente: é muito fácil para Cingapura importar um PIB e exportar um PIB, mas é muito difícil para a Índia, para o Brasil e para os Estados Unidos. Aqui, a menos que se mencione, eu estamos corrigindo esta medida pelo tamanho do país, e se compara não o que de fato se comercializou mas o que se esperava que um país de determinado tamanho comercializasse

é: se países maiores são países que realmente comercializam menos, então, vamos corrigir pelo tamanho. Feita a correção calculamos que o Brasil deveria estar comercializando hoje 10% do PIB a mais do que ele está comercializando para ficar na norma esperada para um país do tamanho dele. Em outras palavras: deveríamos estar trocando mais 75 ou 80 bilhões de dólares com o resto do mundo do que estamos comercializando hoje.

Antes de falar do Mercosul um último exercício. Em um artigo conjunto com Alberto Trejos (Cavalcanti Ferreira e Trejos[1997]), fizemos um exercício em que tentamos decompor as diferenças de PIB dos países em relação as EUA e ver quanto desta diferença pode ser explicada por diferenças em capital humano, diferenças em capital físico, e diferenças na política comercial. Fizemos este exercício para todos os países do mundo. O resultado para o Brasil, foi que se o Brasil tivesse “tudo” que o Brasil tem (isto é mesmos estoques de capital humano e capital físico) mas zero de tarifas comerciais, isto reduziria a diferença em relação aos Estados Unidos em 13%. Esse é mais ou menos o tamanho de produto que estamos perdendo ao ter uma política comercial historicamente fechada, porque as tarifas sempre foram muito altas. A gente tem 25% do PIB americano em paridade de poder de compra e isso podia subir para alguma coisa em torno de 35%, talvez, se tivéssemos uma política comercial sem restrições. Nossos resultados também mostram que para outros países, como Canadá e Hong Kong, política comercial só os ajudou e não explica em nada as diferenças de PIB, você explica com capital humano e com capital físico.

Finalmente chegamos na idéia do Mercosul e de armadilha de pobreza. A idéia que eu quero defender é que a teoria econômica te diz que países atrasados têm vantagens que, como a gente chama, para fazer um “catch up”, que é crescer mais rápido, porque eles têm a oportunidade de adotar tecnologia em que não vai investir para criar, e tem obviamente oportunidades para o capital migrar porque há escassez de capital. Seriam duas vantagens de países atrasados que você perde quando você fecha a sua economia.

Então, obviamente, o retorno do capital ainda pode ser alto nesses países, mas você está indo para um equilíbrio pior. A idéia é que se você fecha o seu país, ao contrário da Coreia e da maioria dos países de crescimento rápido, você pode estar optando não para ir para aquela fronteira dos países avançados, mas para ir para uma fronteira pior.

O que é que eu quero dizer com isso? A teoria me diz que países atrasados tenderiam a crescer mais rapidamente do que países avançados. Foi isso que aconteceu com a Coreia e com Taiwan, como Krugman defendeu em vários artigos, isso era óbvio e esperado pelas duas razões dadas acima, mas vai chegar uma hora em que essa taxa de crescimento vai diminuir e estes países vão crescer a taxas semelhantes dos países líderes, já que as oportunidades se esgotarão. O que não é explicado por essa teoria é por que países como Colômbia, Paraguai, Uruguai, Bolívia, Índia, Paquistão, entre outros, que se esperaria que crescessem mais rapidamente porque são países atrasados mas que, entretanto, não diminuíram em nada sua distância para os EUA e outros países líderes.



O que eu defendo aqui é que, por serem fechados, esses países não estão tendo essas oportunidades de investimento e crescimento que estaríamos esperando e que estão simplesmente parados num equilíbrio relativo aos Estados Unidos. Eles estão crescendo à mesma taxa em que o mundo desenvolvido está crescendo (em alguns casos, crescendo a taxas inferiores), em vez de crescer mais rápido. Isto quer dizer que, no longo prazo, o equilíbrio desses países é um equilíbrio com taxa de crescimento igual, mas com renda relativa muito mais baixa. A Colômbia, por exemplo, que tem essa mesma renda relativa aos EUA de 20% há 50 anos enquanto o Paraguai se mantém em 15% dos EUA. A esta estagnação relativa chamamos de “armadilha da pobreza”.

Segundo a tabela 1 abaixo, em média não ponderada pela população os países do mundo tinham uma renda relativa de 22% em relação aos Estados Unidos e passaram para alguma coisa em torno de 27%. Obviamente aí temos várias catástrofes de crescimento e a média, então, não é lá muito boa. Os países que eu estou chamando de “países em armadilha de pobreza” são aqueles que não cresceram nada em relação aos Estados Unidos. A renda relativa destes caiu de 13% para 10% do PIB per capita americano entre 1960 e 1985.

TABELA 1

	PIB Per Capita em Relação aos EUA			
	1960 média	1985 média	1960 mediana	1985 mediana
Mundo	21,94	26,69	13,50	15,50
Países em Armadilha (não africanos)	18,61	18,19	11,80	12,60
Países em Armadilha	13,46	10,78	10,20	7,45

Quanto a tarifa média, apresentada na tabela 2 abaixo, ela era alguma coisa em torno de 18% para o mundo (e estão incluídos aqui os países em armadilha de pobreza, logo a média dos países fora da armadilha é muito inferior) e 30% para os países em armadilha. Já a mediana das tarifas, que divide a mostra em dois, é 14% para o mundo e 24% para os países em armadilha. O “índice de abertura” é uma medida de barreiras ao comércio construída por Sachs e Warner(1996) que leva em conta não só tarifas, mas outras barreiras como cotas e mesmo spread do mercado paralelo de câmbio. Ele foi construído de forma que países abertos recebem um índice próximo de zero e países fechados um índice próximo de um. Segundo esta medida o média mundial é menos que a metade da média dos países em armadilhas (18% para o mundo e 37% para os países em armadilha de pobreza), enquanto a mediana é quatro vezes menor. Ao nosso entendimento, não há menor dúvida que existe uma forte correlação entre armadilha de pobreza e restrição comercial.

Tabela 2

	tarifas	índice de abertura	Tarifas	índice de abertura
	média	média	Mediana	mediana
Mundo	0,18	0,18	0,14	0,08
Países em Armadilha (não africanos)	0,33	0,35	0,21	0,10
Países em Armadilha	0,30	0,37	0,24	0,32

Então, quais seriam esses países em armadilha de pobreza? Aqui, nós tiramos todos os países que passaram por guerras, revoluções ou revoltas prolongadas, países onde houve muita flutuação, e fica-se com um grupo de 13 países africanos e um grupo de 17 países não africanos. Quais são os países não africanos? A Argentina, o Paraguai e o Uruguai, entre outros, não por coincidência, nossos colegas do Mercosul.

TABELA 3: PAÍSES EM ARMADILHA DE POBEZA

Países não africanos em armadilha de pobreza	Países africanos em armadilha de pobreza
ARGENTINA	GAMBIA
BANGLADESH	GUINEA-BISS
BOLIVIA	IVORY COAST
CHILE	KENYA
COLOMBIA	MADAGASCAR
COSTA RICA	MALAWI
DOMINICAN REPUBLIC	MALI
GUATEMALA	MAURITANIA
HONDURAS	NIGER
INDIA	RWANDA
NEPAL	SENEGAL
PAKISTAN	TOGO
PARAGUAY	ZAIRE
PHILIPPINES	
TURKEY	
URUGUAY	
VENEZUELA	

Então, o que é que eu acho que pode estar acontecendo com essa defesa agressiva que se vê do Mercosul? Está sendo feita uma defesa agressiva de comércio com países onde a indústria nacional possui vantagem competitiva, mas está-se fazendo uma defesa agressiva de países aonde, para o país como um todo, você não tem grande vantagem e não se tem ganho ao se aliar. Seria muito mais negócio, hoje, a gente estar discutindo com o Nafta ou com a Alca do que estar discutindo com o Mercosul isoladamente, porque esses países ou não cresceram nada em relação aos Estados Unidos ou, no caso da Argentina e do Uruguai, decresceram em termos de renda relativa. São países com pequeno dinamismo econômico. O Uruguai, por exemplo, perdeu alguma coisa em torno de 20% de renda relativa do pós-guerra até hoje. Assim, ao nos aliarmos a esses países, e ao fazermos essa opção preferencial pelos pobres, nós podemos simplesmente estar desviando o comércio que fazíamos com os países ricos para esses países que são pouco produtivos e não nos dão nenhum ganho, em termos de tecnologia ou de vantagem comparativa.

## **MEDIADOR**

Eu pediria ao Dr. Ruy Coutinho para fazer a sua apresentação.

## **RUY COUTINHO - Revisado**

Muito obrigado. Eu vou tentar ser breve, à nossa moda. Vou delimitar bastante o meu campo operatório, que seria basicamente privatização e regulação, restringindo a minha fala à questão da defesa da concorrência vis-à-vis os setores regulados, basicamente as novas agências reguladoras que estão surgindo.

A substituição do Estado gestor pelo Estado regulador fez nascer uma discussão sobre o espectro de atuação das agências reguladoras e sua interface com os órgãos de defesa da concorrência, leia-se a Secretaria de Direito Econômico e o CADE, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Na verdade, não é recente a experiência brasileira no campo da regulação. Nós já tivemos, embora sem o desejável grau de independência típico de uma agência reguladora clássica, no passado, por exemplo, o CNP, o Conselho Nacional de Petróleo, o Contel e tantos outros. A efetiva atuação reguladora desses órgãos, no entanto, não chegou a existir justamente em função da sua reduzida ou nula independência decisória e financeira.

A recente criação e entrada em funcionamento das agências regulatórias representam, portanto, um progresso extraordinário nas relações entre concessionários — leia-se investidores —, consumidores e Estado, no modelo em que os primeiros, os investidores, trabalham sobre obviamente regras claramente

fixadas, e os consumidores, cujo bem-estar é o objeto primordial no regime de concessões públicas encontram-se respaldados em entidades capazes de decidir sobre os seus direitos com total isenção.

A criação da Agência Nacional do Petróleo, da Agência Nacional de Telecomunicações e a ANEL, de Energia Elétrica, segue a linha do direito anglo-saxão, notadamente a experiência norte-americana que reconheceu muito cedo a necessidade de se ter órgãos reguladores independentes do Poder Executivo para ordenar e fiscalizar a prestação de serviços públicos essenciais por parte de empresas privadas e, neste contexto, obviamente, de se ter um órgão capaz de assegurar a livre concorrência.

No Século passado, em 1887, foi criada a Interstate Commerce Commission, a ICC, e um pouco mais tarde, em 1914, criou-se a Federal Trade Commission, que é o CADE americano. A esses órgãos reguladores seguiram-se depois, na própria década de 30, outros, entre eles, o de telecomunicações e o de energia. Os órgãos reguladores foram concebidos como instrumentos mais velozes que o judiciário, tanto na solução de conflitos existentes no mercado concorrencial, como no âmbito dos serviços básicos prestados ao público. O seu papel, portanto, é amplo: reprimir os abusos do poder econômico e regular a prestação de serviços públicos para que em ambos os casos, o consumidor se veja beneficiado.

Em todos aqueles setores que se convencionou chamar de “setores estratégicos”, a política do Governo foi a de criar uma agência autônoma, não dependente das normais flutuações e humores políticos, e que cuide de evitar que se repita no Brasil o fato que é até hoje criticado, em muita das privatizações ocorridas nos últimos anos na Europa, como por exemplo o caso inglês, durante o período Thatcher em que se acusa a transformação de monopólios estatais e monopólios privados, supostamente intocáveis, em nome da liberdade de comércio. Essas agências encarregam-se de elaborar as regras para o setor, assim como de fiscalizar a sua aplicação. A realidade é que o chamado “estado mínimo”, que é o sonho dos liberais mais ortodoxos, na realidade, não está sendo introduzido no Brasil. O que não existe mais é o Estado produtor, substituído que foi pelo Estado regulador.

A existência dessas agências torna a atividade dos concessionários de serviços públicos mais aberta à fiscalização da sociedade, ao mesmo tempo em que aumenta a responsabilidade política do Senado Federal ao aprovar os nomes indicados pelo Presidente da República para compor essas agências, o que é, aliás, extremamente saudável. Assim, quando trabalham em sincronia as agências reguladoras e os órgãos de defesa da concorrência, poderá se ver com clareza que o modelo de Estado que está sendo construído não corresponde nem de longe à chamada ortodoxia liberal. O que temos hoje é o Estado intervindo na atividade econômica sem que — isso é importante ter em mente — seja ele acionista majoritário de serviços públicos ou de empresas públicas.

No caso do setor de telecomunicações, por exemplo, a própria Constituição Federal determina, em seu Artigo 21, inciso 11, que a competência da União para explorar, diretamente ou mediante autorização, concessão ou permissão, serviços de telecomunicações, seja exercitada nos termos da lei que disporá sobre a organização dos serviços, a criação de um órgão regulador e outros aspectos

institucionais. A Lei Geral das Telecomunicações posteriormente criou a Anatel, com as funções de elaborar normas hierárquicas inferiores à lei, bem como o de velar obviamente pelo cumprimento em todos os níveis das normas de telecomunicações em praticamente todos os níveis hierárquicos e também acompanhar atividades e práticas comerciais do setor, como por exemplo, a fixação, controle e acompanhamento das tarifas dos serviços prestados, bem como com poderes de controle, prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica, respeitadas as competências dos órgãos de defesa da concorrência, ou seja, as agências, no tocante à questão concorrencial, funcionarão como entidades que instrumentalizarão processos que devam ser analisados e decididos posteriormente pelos órgãos específicos de defesa da concorrência. Sob o prisma do consumidor, por exemplo, a adoção do modelo do controle de tarifas inglês, denominado price cap, assegurará, esperamos, o repasse dos ganhos de produtividade das empresas aos seus assinantes.

Na área estadual, nós temos uma ação muito efetiva, por exemplo, no caso do estado de São Paulo que já está constituindo a Comissão de Serviços Públicos, que será o regulador do setor elétrico. Ela vai trabalhar com um conjunto de cerca de 20 indicadores específicos de energia, que irão medir a eficiência e a qualidade do fornecimento de energia pelas distribuidoras. Esses indicadores, bem como as multas que incidirão sobre as empresas que eventualmente falharem no atendimento ao público, estarão contidos num conjunto de normas que estão chamando de Projeto de Qualidade de Fornecimento de Energia Elétrica, algo, eu diria, correspondente a um código do consumidor no fornecimento de energia elétrica. E no Estado do Rio de Janeiro, me parece que está ocorrendo também a mesma coisa.

Fica assim claramente colocado, a meu ver, a necessidade da absoluta sincronia institucional entre as agências reguladoras e os órgãos do sistema de defesa da concorrência.

Eu poderia fazer aqui referência a algumas restrições quanto a concentração de mercado no setor elétrico, que compreendem limitações interessantes como, por exemplo, um mesmo agente de distribuição não poderá deter participação no mercado de distribuição nacional superior a 20%; um mesmo agente de geração não poderá deter uma participação na capacidade instalada nacional, superior a 20%; um mesmo agente atuando na distribuição e na geração terá a soma de suas participações dos respectivos segmentos limitada a 25%. Portanto, eu acredito que diante desse quadro, essa integração entre as agências e o sistema de defesa da concorrência será de imensa valia para o equilíbrio entre o direito do consumidor e a ampla prestação do serviço e o direito do investidor, do prestador do serviço, à devida remuneração. Esse equilíbrio é que terá que ser sempre exercido.

Por fim, é imprescindível ressaltar que exercendo o conjunto de competências que lhes são atribuídas, os órgãos de defesa da concorrência e as agências reguladoras haverá plenas condições de que sejam adequadamente regulados setores da maior relevância para a economia nacional e fazendo de forma competente e transparente, construir a necessária credibilidade para incentivar, estimular, os investimentos privados nacionais e estrangeiros, no sentido de que viabilizem o atendimento às

necessidades da sociedade brasileira, basicamente suportada na idéia força da competição na exploração dos serviços e da universalização do acesso aos serviços básicos.

Eu diria mais o seguinte: as agências reguladoras são muito mais importantes do que a própria sociedade brasileira já percebeu; elas garantem que os ganhos de eficiência sejam repassados ao consumidor e, vamos dizer, a competitividade sistêmica do País. Afinal, o Estado regulador, a meu ver — eu acredito que essa seja uma visão generalizada — é incomparavelmente mais democrático do que o Estado produtor, no qual, de dentro do Governo, onde nós estamos, podemos ver bem que as burocracias das empresas estatais acabam por se tornar independentes do Estado e, assim, conseguem dobrar muitas vezes o Governo, às suas nem sempre saudáveis conveniências. Era o que eu gostaria de dizer aos senhores. Obrigado.

### **MEDIADOR**

Eu pediria ao professor Renato Fragelli que se abstivesse a falar apenas durante 10 minutos.

### **RENATO FRAGELLI - Revisado**

Vou tentar falar em 10 minutos, obedecendo ao orçamento de tempo. O Pedro Cavalcanti e o Ruy Coutinho abordaram dois assuntos que são muito importantes: a absorção de tecnologia e o bom uso dos fatores de produção existentes. No fundo, a regulação por parte do Estado, e não a atuação direta do Estado na produção, tem esse objetivo: usar os fatores de produção já disponíveis, de forma eficiente. Esse é o ponto essencial da palestra que me precedeu.

Os fatores de crescimento econômico podem ser também a acumulação de fatores e não apenas o uso mais eficiente dos fatores existentes. No caso do Brasil, nós temos ainda muita mão-de-obra subutilizada, emprego de baixa qualidade, desemprego e mão-de-obra excedente que para ser incorporada de maneira definitiva à produção será necessário que se tivesse mais capital físico. E aí vem a defesa que muitos fazem dos déficits em transações correntes. Segundo a macroeconomia, o déficit em transações correntes nada mais é do que a absorção de poupança externa, poupança externa essa que vem complementar a poupança interna e financiar o investimento.

Evidentemente, eu tenho que concordar com o princípio, mas não concordo com a magnitude. O Brasil está tendo déficits em transações correntes de 4% do PIB. Há um exemplo que eu gosto muito de citar, que é a Alemanha durante o Plano Marshall. Durante o Plano Marshall, que foi um processo de absorção de poupança externa - basicamente americana - pela Europa e Japão após a Segunda Guerra, a magnitude de poupança que a Alemanha absorveu anualmente foi de apenas 2% do PIB alemão. Quer dizer, o que financiou esta potência que é a Alemanha hoje, não foi a poupança externa, foi poupança interna. Então, nós temos a pergunta: o que é que tem que ser feito para se aumentar a poupança interna no Brasil? Eu vou focar a minha palestra apenas nesse ponto. Quem é o último a falar tem uma

desvantagem de estar meio limitado nos assuntos que podem ser abordados, mas, por outro lado, pode ser breve. Vamos lá.

Para que a poupança interna cresça existem basicamente dois meios: o primeiro é crescer a poupança pública e o segundo é crescer a poupança privada. Na década de 70, a poupança pública no Brasil era da ordem de 4% do PIB; eu digo poupança pública definida como arrecadação do Governo menos despesa corrente. Quando se subtrai desse valor o investimento público, aí sim, se chega ao déficit público. Déficit público é o excesso de investimento público sobre poupança pública. Hoje, nós temos déficit público e isso poderia, a princípio, decorrer de excesso de investimento, mas não é. O investimento público é baixíssimo e a poupança é nula. Então, do ponto de vista de aumento da poupança pública, nós teríamos que implantar aquilo que todos os economistas, ontem e hoje neste seminário, estão falando: o acerto das contas públicas, que já se tornou um consenso na nossa profissão. No caso da poupança privada, o que pode ser feito para aumentá-la?

Eu vou mostrar alguns números para vocês, para tentar convencê-los de que o setor privado brasileiro já faz um esforço de poupança que não é desprezível. Eu vou passar um modelo simplificado de matemática financeira, para tentar calcular quanto é que seria a taxa de contribuição para um indivíduo que quer financiar a sua própria aposentadoria. Não vou entrar em detalhes, mas a idéia é a seguinte. Vejam aqui na tela. Suponha que um indivíduo vá contribuir durante “c” anos para uma aposentadoria financiada em regime de capitalização, tendo como objetivo ter benefícios durante “b” anos. Ao longo desse período, o indivíduo tem uma ascensão na carreira profissional, que eu estou chamando de taxa “g”, e tem também um aumento de produtividade, que vocês podem imaginar como aumento da renda per capita do país. Quer dizer, ao longo de período em que está trabalhando, a pessoa está tendo duas fontes de aumento: ascensão na carreira e ganho de produtividade generalizada. Uma vez aposentado, a pessoa deseja ter o ganho de produtividade, pois se supõe que ele queira manter o seu poder de compra vis-à-vis as outras pessoas da economia.

Neste cálculo será suposto uma taxa real de juros de 6% ao ano líquido. É claro que hoje a taxa real líquida observada no Brasil hoje é muito superior a 6% ao ano, mas também é claro que no futuro ela terá que cair.

Esta taxa é um valor bastante razoável quando se fazem cálculos com um horizonte intertemporal tão amplo como uma vida inteira de trabalho. A pergunta é: qual é a fração do salário, ao longo da vida profissional, que deve ser poupada para que o indivíduo possa se aposentar com uma aposentadoria integral, ou o poder de compra integral (que vou definir mais adiante)? Igualando-se o valor presente das contribuições ao dos benefícios chega-se a esta fórmula que os senhores estão vendo na tela. Eu programei essa fórmula e vou mostrar os resultados para vocês.

Primeiro, vou mostrar uma curiosidade. Admitindo-se que os ganhos de produtividade sejam nulos e a ascensão na carreira também seja nula, ou seja, o indivíduo tem um salário constante em termos

reais a vida inteira, contribui com uma fração desse salário e, depois, se aposenta justamente com o que ganhava líquido de seus contribuições. Assim, digamos, se ele contribuísse com 15% e vivesse com 85%, o objetivo seria continuar recebendo 85 uma vez aposentado. Agora, pergunto: para o indivíduo que contribui durante 35 anos no intuito de receber uma aposentadoria durante 15 anos, e aplica o dinheiro a 6% ao ano, quanto ele teria que poupar do salário para poder se aposentar com o poder de compra conservado? Resposta: 8%. Isso significa que se o indivíduo ganhasse \$100, poupasse \$8 e vivesse com \$92 durante 35 anos, poderia viver mais 15 anos recebendo \$92 dessa aplicação.

Eu gosto dessa conta pelo seguinte: 8% é exatamente o que o setor privado já paga de FGTS. Ou seja, nesse critério de preservação do poder de compra (líquido de contribuições), não havendo ganhos de produtividade e desprezando-se a evolução na carreira, o trabalhador do setor privado formal já faz o esforço necessário para financiar uma aposentadoria integral. Dito de outra forma, se o trabalhador do setor formal pudesse dizer ao seu patrão para parar de contribuir para o FGTS e, com o dinheiro, contribuir para um fundo de aposentadorias privado que rendesse 6% real ao ano, então este trabalhador teria aposentadoria integral ao invés de ficar se queixando do INSS. Isto não ocorre hoje porque o FGTS rende 3% ao ano, e não a taxa de juros de mercado.

O problema maior é que esses instrumentos de poupança compulsória, quando adotados, acabam sendo geridos fora do setor privado. Os Estados Unidos são um país onde a taxa de poupança é relativamente baixa e, no entanto, tem conseguido financiar o seu crescimento de longo prazo. Existe uma controvérsia sobre o que explica isso, mas uma corrente de economistas sustenta que a pouca poupança existente nos Estados Unidos é muito bem usada: aqueles camaradas de Wall Street — e nós temos um representante deles, a versão brasileira, aqui na mesa — estão lá, se engalfinhando para tentar alocar os recursos poupados da maneira mais eficiente possível. Então, embora a poupança seja relativamente baixa, é muito bem usada e isso assegura crescimento econômico. A outra corrente diz que o que ocorre é que a poupança verdadeira dos EUA está sendo mal medida. Como sempre, os economistas têm sempre duas explicações para um mesmo fenômeno, mas isto não vem ao caso para nós.

No Brasil, nós temos a estatização da poupança. São os fundos, FGTS, PIS, PASEP, etc. Isso tudo é um dinheiro que, em vez de ser alocado ao setor privado, é alocado ao setor público. Será que os homens que estão sentados na Avenida Chile, naquele prédio preto moderno bonito, onde um único pilar central sustenta vigas em balanço, trabalho de engenharia notável cujo custo sabe Deus qual foi, são mais eficientes do que os outros que estão na Avenida Rio Branco e na Avenida Paulista? É difícil acreditar.

Deixa eu fazer uma conta para vocês, levando em conta os ganhos de produtividade. O que acontece nos países desenvolvidos? De uma maneira geral, considera-se que a vida profissional mais aposentadoria - tirando-se a parte de quando o sujeito é jovem e estudante - compreende um total de 55 anos aproximadamente, sendo 35 a 40 de trabalho e o resto de aposentadoria. O objetivo da contribuição para um fundo de pensão é repor, digamos, 60% do salário pré-aposentadoria. Admitem-se como hipóteses de cálculo uma taxa de juros real de 6% ao ano, um ganho de produtividade de 2% - igual à taxa



de crescimento da renda per capita nesses países -, uma ascensão salarial de 2% ao ano, ao longo da carreira — esse é o número que faz com que o salário dobre entre o indivíduo começar a trabalhar, trabalhar 35 anos e se aposentar. Esses seriam os números para um trabalhador de renda média e, evidentemente, não são números para um executivo muito bem sucedido.

Bem, com esses números: 60% de reposição, 2% de ascensão na carreira, 2% de produtividade e 6% de juros reais, bastaria uma poupança de 13,7% do salário ao longo de 35 anos de vida para financiar a aposentadoria de 60% do valor do salário por mais 15 anos. Quer dizer, a aposentadoria em regime de capitalização, quando bem feita e bem alocada, funciona. Agora, o que temos no Brasil? Temos a estatização da poupança e, além do mais, um sistema no qual o Governo, por questões históricas, foi incorporando responsabilidades e hoje uma parte significativa da receita pública é comprometida automaticamente, o dinheiro nem chegou e já está comprometido com fatores que impedem a geração de poupança pública.

Por que está tão difícil recuperar a poupança pública? Eu peguei uns dados de países desenvolvidos e o Brasil está aqui, no final da tabela que os senhores estão vendo na tela.. Na primeira coluna, temos as despesas com aposentadoria e pensões, em porcentagens do PIB. No Brasil, esse número é 10,2%. Esse número não é exato e eu tive que fazer umas aproximações porque não tinha o número dos municípios, mas é nessa ordem de grandeza, está até um pouco sub avaliado, talvez chegue a 11% do PIB. Vocês sabem que a receita pública, no Brasil, é de cerca de 30% do PIB. Na segunda coluna temos as dívidas públicas em % do PIB. A dívida pública líquida, no Brasil, é 34% do PIB. Comparando esses números com os de outros países, vamos ver o que encontramos. Por exemplo, nos Estados Unidos, a despesa que o Governo tem com aposentadorias e pensões é 4,5% do PIB; a receita pública é semelhante à nossa, cerca de 30%; e a dívida pública é da ordem de 50%.

Poderíamos então achar que os Estados Unidos, à primeira vista, têm uma dívida pública maior do que a nossa, logo é um Governo que estaria com mais problemas. Acontece que não se pode olhar para a dívida pública, olhando somente passivos; tem-se que olhar ativos também. Uma dívida pública que foi feita em contrapartida de uma acumulação de capitais em infra-estrutura é uma dívida pública que liquidamente não é tudo aquilo que aparece. Eu estive na Bélgica, há dois meses atrás, e vocês estão vendo a Bélgica aqui, com uma dívida pública de 121% do PIB. Quem vai à Bélgica e vê a infra-estrutura que tem lá, vai sentir que a dívida pública líquida belga não é isso tudo que parece, pois há uma quantidade enorme de infra-estrutura já pronta. Nós, aqui, temos 34% do PIB em dívida e ainda há muitíssimo a ser construído pelo governo. Então, esses números podem ser enganosos.

O verdadeiro termômetro do de solvência de um governo não é apenas sua dívida pública, mas sim a fração da receita pública comprometida com o pagamento dos juros reais sobre esta dívida. No Brasil, temos hoje 12% da receita comprometidos com juros reais. Além desses, pensões e aposentadorias levam mais 34%. Somados conclui-se que 46% das receitas estão comprometidos com juros , pensões e

aposentadorias, despesas virtualmente incompressíveis. Ficam os 54% restantes para todas as demais despesas de custeio, incluindo a pesada conta de pessoal ativo.

Comparando-se com os dois países mais endividados da tabela, Itália e Bélgica, o comprometimento com juros reais, aposentadorias e pensões nestes países é de 43% da receita na Itália e 33% na Bélgica. Isto mostra que os 46% da situação brasileira são elevadíssimos. Conclui-se que a afirmação de que o governo brasileiro está pouco endividado, somente 34% do PIB, comparativamente a países como Itália e Bélgica onde a dívida é maior que o PIB é no mínimo simplista. Em termos de estoque a situação belga é mais grave do que a brasileira, mas em termos de fluxo a nossa é estarrecedora. Somente a Itália tem uma situação de fluxo semelhante e de estoque pior do que a nossa. Mas trata-se de um país onde não há mais necessidade de se construir escolas e hospitais, pois a população já parou de crescer... ao passo que, no Brasil ainda há muito gasto público a ser realizado.

Eu estou sendo obrigado a interromper a minha apresentação por aqui. Eu resumiria minha curta apresentação da seguinte forma: crescimento econômico brasileiro exigirá não apenas a reconstrução da poupança pública mas também a eliminação da estatização da poupança privada. A poupança externa é bem vinda, mas a título de complemento. O verdadeiro esforço de poupança tem que ser interno mesmo, não há saída fácil. Obrigado pela atenção.

## **MEDIADOR**

Passo a palavra ao professor João Paulo dos Reis Velloso para que resumisse este painel. Neste painel não teremos perguntas ao final. Haverá o pronunciamento do ministro Francisco Dornelles e, depois, a inauguração da Biblioteca Mário Henrique Simonsen, no sétimo andar, para a qual estão todos convidados.

## **JOÃO PAULO DOS REIS VELLOSO**

Devido à premência do tempo, eu não vou propriamente fazer um sumário das brilhantes apresentações que aqui foram feitas, mas vou apenas destacar alguns pontos das exposições.

O Paulo Guedes destacou o fato de que nós estamos ainda fazendo uma estabilização sem reformas; é um pouco de exagero, não é sem reformas, mas certamente existe um caminho muito longo ainda a ser percorrido em matéria de reformas e toda a questão dos fundamentos. E falou na síndrome da descarga, para sugerir câmbio flexível, que eu entendo como uma forma de evitar tabus.

O Pedro Cavalcanti, depois das comparações muito interessantes com Coreia, etc., mostrou principalmente o que ele chamou de “armadilha da pobreza” e certos riscos que essa, digamos, opção preferencial pelo Mercosul pode apresentar.

O Ruy Coutinho, não apenas destacou o fato óbvio da importância da independência de todas as agências autônomas que se estão criando, mas também a significação, a necessidade, de integração das agências de defesa da concorrência, porque necessariamente essa defesa da concorrência é parte importante de um novo modelo para o Brasil.

E o Fragelli, além de destacar a importância de redução do déficit em conta corrente, falou do problema que resulta pelo fato de o Brasil ainda ser por demais dependente dos fundos de poupança compulsória, administrados por órgão de governo.

Eu me permito, para encerrar, um breve comentário que tem principalmente o seguinte sentido: é extremamente importante que, além de fazermos a crítica à vulnerabilidade que se criou na economia brasileira com as políticas que foram seguidas, não apenas pelo atual Governo, mas desde o começo dos anos 90, quando se começou, por exemplo, a abertura econômica, com alguns problemas que aqui foram discutidos, principalmente no tocante à instabilidade da política de tarifas. Mas, além dessa crítica, eu acho que nós temos de ir adiante, temos de fazer sugestões concretas para que se possa construir no Brasil uma economia internacionalmente competitiva, porque essa diferença em relação ao modelo antigo brasileiro, do chamado “nacional de desenvolvimentismo” e a diferença real entre o que a Coreia procurou fazer e o que o Brasil procurou fazer até a altura de 1980.

Eu acho que este seminário foi muito rico em sugestões, no sentido da construção desse modelo de economia internacionalmente competitiva, seja pelo papel ...

Bem, damos as boas vindas ao ministro Dornelles, que dentro de alguns minutos estará se dirigindo a vocês.

... mas eu dizia das sugestões que são contribuições significativas à construção de uma economia internacionalmente competitiva, desde o papel que aqui se colocou do ajuste fiscal como realmente uma pedra angular de todo esse trabalho de construções dos fundamentos.

Eu diria que, em termos de reformas, nós aceitamos até hoje uma limitação que não devemos aceitar, que foi de rever e aperfeiçoar os modelos que vinham funcionando. Então, a reforma da Previdência, por exemplo, simplesmente procurou corrigir os erros, abusos e privilégios que existiam no presente modelo, quando que, na verdade, o que precisamos fazer é criar um novo modelo de Previdência à base de capitalização, substituindo o atual modelo de repartição, ou seja, um modelo que realmente vá criar todo um sistema de fundos de pensão.

Eu acho que realmente algum tipo de flexibilização vai ter de acontecer em matéria de política de câmbio, embora reconheça a inoportunidade de coisas como maxidesvalorização.

No tocante ao Mercosul, são válidas as observações do Pedro Cavalcanti, mas nós temos de lembrar que o que realmente o Brasil tem de manter é a sua inserção na economia mundial, através de uma posição de global trader, o que significa que, se de um lado ele vai continuar com o Mercosul, bom...

no Mercosul há de tudo, há trade creation e há trade diversion, porque cresceu tanto o comércio no Mercosul que você tem a criação de comércio e você tem a reorientação de comércio, essa é que é a verdade. Mas onde nos interessa o Mercosul e onde nos interessa uma área de livre comércio com a América do Sul é no sentido de que é aí que nós vendemos os nossos produtos manufaturados. O Brasil essencialmente vende manufaturados para a América do Sul e para os Estados Unidos; Europa e Ásia não compram manufaturados do Brasil.

Agora, nós temos de manter o equilíbrio entre... eu acho que nós devemos caminhar para sistemas preferenciais de comércio, não apenas com a América do Sul, mas também com a Nafta, ou seja, a integração nas Américas, ao mesmo tempo em que fazemos algo semelhante com a Europa e alguma coisa semelhante com a Ásia. Nós não podemos, claro, fazer apenas uma zona de livre comércio nas Américas porque isso desequilibraria inteiramente a nossa posição de global trader.

Eu concordo inteiramente com o que disse o Ruy, apenas lembraria a complexidade de se fazer políticas de defesa da concorrência que antigamente chamávamos de “políticas anti-trust”. Aliás, o Simonsen escreveu um artigo especificamente sobre isso. No mundo em que existe globalização e existe novo paradigma industrial e tecnológico, você precisa de alianças estratégicas entre as empresas, entre empresas que são concorrentes ferozes uma da outra, mas as vezes fazem alianças estratégicas. Isso exige uma mudança completa em todo o quadro da política de defesa de concorrência. Nós temos que ver principalmente como funciona, na prática, a concorrência, ou seja, quais são os efeitos do ponto de vista da sociedade, daquelas estruturas de mercado que estão funcionando.

E, finalmente, nós não podemos deixar de lado toda essa importante reestruturação industrial que está acontecendo no Brasil. É a maior transformação porque passou a indústria brasileira até hoje, mas como está aqui o Ministro da Indústria, nós podemos deixar este tema para ele. Muito obrigado.

## **MEDIADOR**

Eu gostaria de convidar, para fazer o pronunciamento de encerramento, o ministro Francisco Dornelles.

## **MINISTRO FRANCISCO DORNELLES**

Meu caro presidente Jorge Flores, senhoras e senhores, é uma satisfação muito grande para mim participar do encerramento deste seminário realizado pela Fundação Getulio Vargas que, durante dois dias, reuniu as pessoas mais capacitadas e mais competentes do País para discutirem assuntos de natureza monetária, creditícia, fiscal e do comércio exterior, onde foram abordadas todas as reformas e todas as políticas governamentais.

Numa dupla posição de membro do Conselho de Administração da Fundação Getúlio Vargas, eu fico orgulhoso de ver a iniciativa da Fundação em trazer pessoas do nível e do gabarito daquelas que participaram do Seminário. Como Ministro de Estado, eu quero apenas reiterar o compromisso do Governo com o processo de abertura da economia, com o processo de estabilidade monetária, com o processo de aumento de exportação, com a privatização e com as reformas de Estado, que são todos os caminhos para que possamos um crescimento econômico sustentável. Eu agradeço a todos e, mais uma vez, reitero o cumprimento pelos trabalhos que aqui realizaram. Muito obrigado a vocês.